WEXECUTIVE
Tailoring Your Success

EXECUTIVE COMPENSATION OUTLOOK

Seconda edizione dell'Osservatorio

La remunerazione dei vertici delle società quotate alla borsa italiana



A CURA DI

W Advisory è il brand di consulenza organizzativa di W Executive.

PARTNER SCIENTIFICO

Ermes, startup universitaria della Sapienza Università di Roma.

CON IL PATROCINIO DI

Fonte dei dati: le relazioni sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti delle società del panel.

© 2026 W Executive S.r.l.
La riproduzione, anche parziale, è consentita citando la fonte.

Indice

Lettera dei Partner 5

Contributo di Ermes 6

Introduzione 7

Executive Summary 8

01 Panel 9

02 Relazione sulla remunerazione 11
- 2.1 Che cos'è 12
- 2.2 Due sezioni 12
- 2.3 Tabelle della Sezione II 12
- 2.4 Che cosa ne prende il rapporto 13
- 2.5 Che cosa la relazione non dice 13

03 Remunerazione fissa 15
- 3.1 Lettura aggregata 16
- 3.2 Curve di distribuzione 17
- 3.3 Analisi per dimensione 18

04 Performance e incentivazione 21
- 4.1 Diffusione dei piani di incentivazione 22
- 4.2 Ammontare del variabile 23
- 4.3 Pacchetto e composizione della remunerazione 24
- 4.4 Regole dei piani 27
- 4.5 Obiettivi 28
- 4.6 CEO e Dirigenti a confronto, dalle piccole alle grandi società 31

05 Trasparenza delle severance 35
- 5.1 Dati e metodo 36
- 5.2 Che cosa prevedono le politiche 37
- 5.3 Trasparenza delle politiche 38
- 5.4 Tetti e cause di esclusione 39
- 5.5 Uscite del 2025 40
- 5.6 Che cosa ne ricava chi valuta le politiche 41

06 Pay for performance 43
- 6.1 Variabile e risultati: la fotografia 44
- 6.2 Che cosa decide la remunerazione del CEO 45
- 6.3 Dal target al pagato: che cosa dichiarano i piani 47
- 6.4 Società finanziarie 50
- 6.5 Neuroscienze e disegno degli incentivi 50

07 Dissenso degli azionisti 53
- 7.1 Dissenso sul listino delle società quotate 54
- 7.2 Perché una soglia del 20% 57
- 7.3 Metodo e campione 58
- 7.4 Risultati del dissenso 59
- 7.5 Continuità del dissenso 61
- 7.6 Intensità del dissenso 61
- 7.7 Continuità e intensità a confronto 62
- 7.8 Dissenso società per società 62
- 7.9 Risposta dei consigli al dissenso 64
- 7.10 Risposte, categoria per categoria 65
- 7.11 Quadro d'insieme 67
- 7.12 Che cosa emerge dall'analisi 68

08 Divario di genere 69
- 8.1 Quadro normativo 70
- 8.2 Presenza delle donne nei ruoli 70
- 8.3 Divario retributivo 71

09 Schede di settore 73

Conclusione 80

Gruppo di lavoro 81

Nota metodologica e fonti 85

Glossario 87

Lettera dei Partner

Per il secondo anno presentiamo i risultati dell'Executive Compensation Outlook, l'osservatorio di W Executive sulla remunerazione dei vertici delle società quotate in Borsa Italiana.

Negli ultimi dieci anni la remunerazione degli amministratori è diventata una delle materie più regolate e documentate della governance societaria. Le relazioni sulla remunerazione sono cresciute in lunghezza e in dettaglio; i piani di incentivazione si sono dotati di soglie, tetti, clausole di restituzione e obiettivi di sostenibilità; gli azionisti votano sulle politiche e, ogni anno, sulla remunerazione corrisposta. La forma della buona governance retributiva è ormai acquisita.

Ma alla forma corrisponde sempre la sostanza?

È la domanda che ci siamo posti quest'anno, cercando di capire se la remunerazione dei vertici rifletta davvero il valore creato e se la trasparenza formale consenta a un azionista di verificare ciò che legge. Sono interrogativi che il mercato pone con crescente insistenza agli emittenti e ai quali uno studio soltanto descrittivo non basta a rispondere.

Per questo l'edizione 2026 cambia metodo. Abbiamo esaminato le relazioni di tutte le società del panel, persona per persona e piano per piano. Abbiamo verificato gli importi sui documenti, ricostruito gli assetti proprietari e raccolto i risultati di bilancio e di mercato di ciascuna società. Abbiamo scelto la mediana come misura di riferimento, perché descrive il mercato meglio della media in un listino che comprende imprese di dimensioni così diverse. E abbiamo costruito misure che permettono di capire non solo quanto si paga, ma anche quanto un azionista possa effettivamente verificare delle informazioni pubblicate.

Quest'anno l'osservatorio si avvale per la prima volta di un partner scientifico, Ermes – Sapienza Università di Roma. Ermes dedica la propria attività alla ricerca e allo sviluppo nei campi della sostenibilità e della gestione d'impresa, portando in questo lavoro un'esperienza consolidata sui temi affrontati dallo studio. Il suo contributo ha rafforzato il rigore metodologico della ricerca e arricchito l'analisi con una prospettiva complementare a quella degli advisor di W Executive e W Advisory. Da questo incontro fra ricerca e consulenza nasce l'edizione di quest'anno.

Il risultato è un rapporto che conferma molti dati dell'edizione precedente e ne mette in discussione alcune letture. Dove il confronto con il 2024 è possibile, lo abbiamo mantenuto; dove il nuovo metodo produce numeri diversi, ne abbiamo spiegato le ragioni nelle note che accompagnano ogni capitolo. Ci siamo chiesti anche perché un incentivo, pur corretto nella forma, possa non funzionare come previsto. Nel paragrafo 6.5 proponiamo una lettura dei risultati attraverso le neuroscienze: una prospettiva che nasce dal nostro lavoro e che vogliamo offrire come contributo al dibattito.

Lo studio si rivolge ai consigli di amministrazione e ai comitati per la remunerazione, agli investitori e ai loro consulenti, ai manager e a chi, come noi, lavora ogni giorno sulla relazione fra remunerazione, performance e responsabilità. Ci auguriamo che sia uno strumento utile per decidere, oltre che per conoscere.

Ringraziamo Ermes – Sapienza per il contributo scientifico, chi ha collaborato alla raccolta e alla verifica dei dati e i lettori che, con le loro osservazioni, hanno contribuito a migliorare questa edizione.

Marco Planzi
Partner
W Advisory

Ottavio Maria Campigli
Fondatore e Senior Equity Partner
W Executive

Raffaele Bonfitto
Fondatore e Senior Equity Partner
W Executive

Contributo di Ermes

La partecipazione di Ermes, startup universitaria di Sapienza Università di Roma, all'Executive Compensation Outlook 2026, in qualità di partner scientifico di W Executive e W Advisory, si inserisce nell'ambito delle attività di ricerca applicata che la società sviluppa sui temi della corporate governance, della sostenibilità e dei sistemi di governo e gestione delle imprese. La collaborazione nasce dalla volontà di integrare il rigore dell'indagine scientifica con l'esperienza professionale della consulenza, per contribuire a una più approfondita comprensione delle politiche di remunerazione dei vertici delle società quotate italiane. L'interrogativo di ricerca che ha orientato il presente rapporto ha riguardato la misura in cui l'adozione formale dei principi e delle best practice in tema di corporate governance possa trovare concreta corrispondenza nella sostanza dei sistemi retributivi, con particolare riferimento alla trasparenza delle informazioni, all'allineamento tra remunerazione e risultati aziendali e all'effettiva capacità degli azionisti di esercitare le proprie prerogative di controllo e indirizzo.

La questione assume particolare rilevanza nel contesto italiano, caratterizzato dalla presenza significativa di imprese a proprietà concentrata, spesso familiare, nelle quali gli assetti proprietari e le relazioni tra azionisti di controllo, management e investitori di minoranza possono influenzare sia la configurazione dei sistemi di incentivazione, sia le dinamiche di governance. In tale prospettiva, l'adesione ai principi di buona governance non può essere valutata esclusivamente attraverso la presenza di regole, procedure e strumenti formalmente coerenti con le raccomandazioni nazionali e internazionali, ma richiede un'analisi della loro concreta applicazione e della verificabilità degli effetti prodotti.

Il contributo scientifico di Ermes si è, quindi, concentrato nel supportare W Executive e W Advisory nell'impostazione metodologica dell'indagine, nella definizione di criteri di analisi e di indicatori di trasparenza e nella lettura critica delle evidenze empiriche. In questo quadro, Ermes ha curato direttamente due approfondimenti: l'analisi dei trattamenti economici previsti in caso di cessazione dell'incarico o del rapporto (severance) e lo studio del dissenso espresso dagli azionisti sulle politiche di remunerazione, con particolare attenzione alla sua intensità, persistenza e alle risposte adottate dagli organi di governo societario.

Le evidenze emerse da queste due direttrici di indagine offrono elementi significativi di riflessione.

Sul versante della severance, pur in presenza di un'ampia diffusione di politiche formalizzate, permangono differenze rilevanti nella completezza e nella verificabilità delle informazioni, nonché nella predeterminazione delle condizioni economiche applicabili alla cessazione del rapporto.

Sul versante del dissenso, l'analisi ha altresì mostrato come l'espressione del voto contrario non si traduce necessariamente in una revisione delle politiche retributive e come la capacità di incidere sulle decisioni degli organi societari debba essere interpretata anche alla luce della struttura proprietaria e del peso degli azionisti di minoranza.

In generale i risultati emersi dall'indagine complessiva suggeriscono l'opportunità di distinguere la conformità formale alle regole di governance dalla loro effettiva capacità di promuovere accountability, trasparenza e allineamento degli interessi. Al tempo stesso, richiamano la necessità di evitare interpretazioni univoche: le specificità del capitalismo italiano, in particolare, rappresentano una variabile fondamentale per comprendere le evidenze osservate, ma non costituiscono, di per sé, una spiegazione sufficiente delle differenti pratiche adottate dalle imprese.

Per Ermes, la collaborazione rappresenta anche un'importante occasione di valorizzazione e trasferimento della conoscenza scientifica. L'applicazione di strumenti metodologici e interpretativi derivati dalla ricerca accademica a un ampio campione di società quotate contribuisce a mettere a disposizione di consigli di amministrazione, comitati per la remunerazione, investitori e altri stakeholder un patrimonio informativo utile non soltanto per descrivere le pratiche esistenti, ma anche per orientarne l'evoluzione verso modelli di governance più trasparenti, responsabili e coerenti con la creazione di valore nel lungo periodo.

Salvatore Esposito De Falco
Professore Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese e Amministratore di Ermes

Nicola Cucari
Professore Associato di Economia e Gestione delle Imprese e Socio di Ermes

Introduzione

Un anno dopo l'Outlook 2025 l'attenzione sulla remunerazione dei vertici si è spostata dalla forma alla sostanza. Gli azionisti votano ogni anno sulla remunerazione, i proxy advisor confrontano la remunerazione del CEO con quella di società simili e con il rendimento del titolo, e la trasparenza retributiva, recepita in Italia con il D.Lgs. 96/2026, porta dentro le aziende il confronto fra donne e uomini. Questa edizione si chiede se dietro le regole scritte ci sia una remunerazione che segua davvero i risultati, se un azionista sia in grado di verificarlo e, nel paragrafo 6.5, perché un incentivo corretto nella forma possa non orientare chi lo riceve.

CHE COSA CAMBIA RISPETTO ALL'OUTLOOK 2025

Sei parti sono nuove: la trasparenza delle severance, pay for performance, una lettura dalle neuroscienze, dissenso degli azionisti, divario di genere e schede di settore. Sono il paragrafo 6.5 e i capitoli 5, 6, 7, 8 e 9; le schede prendono il posto dei due approfondimenti dell'anno scorso. Il confronto con i dirigenti delle società non quotate non è ripetuto.

Il panel conta 186 società, contro 183, e le analisi usano le 175 di diritto italiano. Dieci società sono uscite e tredici sono entrate (capitolo 1); la disclosure sulla severance del capitolo 5 è letta su tutte le 186, comprese le 11 di diritto estero; dove serve il confronto con il 2024, una seconda lettura usa solo le 170 presenti in entrambe le edizioni.

Gli importi vengono dalla lettura integrale delle relazioni, persona per persona e piano per piano, e il valore di riferimento è la mediana. Alle remunerazioni sono stati affiancati i risultati di bilancio e di Borsa e gli assetti proprietari di ciascuna società. La mediana, il valore che sta a metà della classifica, descrive meglio della media un listino che va da poche decine di milioni a oltre cento miliardi di capitalizzazione; la media resta dove serve il confronto con il 2024.

CHE COSA SI PUÒ CONFRONTARE CON L'ANNO SCORSO

Il confronto con il 2024 riguarda il fisso per ruolo, usa le medie e va letto come un'indicazione. L'Outlook 2025 pubblicava le medie, non le mediane, e il panel di quest'anno conta il 9% di profili in meno. Il fisso comprende la retribuzione da lavoro dipendente, anche quando la società la indica fra gli «altri compensi», e non comprende la remunerazione per i comitati. Per il variabile, il pacchetto, le regole e gli obiettivi dei piani il rapporto riporta solo il dato 2025, letto sulla mediana: l'anno scorso si contavano le società che avevano pagato un incentivo nell'anno e la composizione della remunerazione era calcolata sui piani a target, quest'anno si contano i piani in essere e si misura quanto è stato pagato.

Executive Summary

L'edizione 2026 analizza la remunerazione 2025 di vertici, consiglieri e sindaci delle 175 società di diritto italiano quotate su Euronext Milan ed Euronext STAR Milan e la confronta con i risultati di ciascuna società. I dati vengono dalle tabelle che la Consob prescrive nella relazione sulla remunerazione, lette persona per persona.

1 **Sulle società presenti in entrambe le edizioni il fisso medio del CEO cresce del 3% rispetto al 2024; il variabile in denaro arriva al 75% dei CEO e, per chi lo riceve, vale in mediana il 62% del fisso.** Il fisso mediano del CEO è di 490 mila euro, quello medio di 691 mila. Per chi riceve il variabile in denaro la mediana è di 417 mila euro e la media di 792 mila, alzata da sei CEO con oltre 3 milioni.

2 **Il listino contiene due mondi: le società sotto i 100 milioni di capitalizzazione, in cui il CEO mediano riceve solo il fisso, e le società più grandi per capitalizzazione (FTSE MIB) in cui il variabile del CEO vale il 64% della sua remunerazione, quasi il doppio del fisso.** Sull'intero listino della borsa italiana, il CEO mediano riceve un variabile che pesa per il 43% sulla sua remunerazione. Anche il solo fisso cresce con la dimensione: 259 mila euro sotto i 100 milioni, 1.092 mila nel FTSE MIB.

3 **La dimensione è ciò che pesa di più sulla remunerazione del CEO: i ricavi spiegano da soli il 43% delle differenze.** Il dato riguarda le 120 società non finanziarie del capitolo 6. Fra società con ricavi simili restano differenze ampie: la remunerazione dei CEO più pagati è quasi tre volte quella dei meno pagati (2,8 volte fra 75° e 25° percentile).

4 **Il variabile del CEO segue i risultati, la remunerazione complessiva quasi non li riflette.** Nel 66% delle 120 società non finanziarie il variabile è alto dove i risultati sono sopra la mediana e basso dove sono sotto; il legame resta, più debole, anche fra società della stessa dimensione. La remunerazione complessiva invece dipende soprattutto dalla dimensione: fra società con ricavi simili, quelle sopra la mediana dei risultati pagano il CEO circa l'8% in più. È uno scarto piccolo rispetto alle differenze che separano i CEO di società simili, e non basta a dire che i risultati contino nella remunerazione complessiva di un amministratore.

5 **Le relazioni dicono quanto è stato pagato, molto meno perché.** Il payout, cioè quanto è maturato il bonus rispetto al target, è dichiarato da 71 società su 155 per il piano annuale e da 36 su 110 per il lungo termine; dove è dichiarato, il bonus annuale mediano è maturato esattamente al target.

6 **Il 60% delle politiche regola il trattamento di fine carica del vertice, quasi sempre con un tetto ma di rado legato ai risultati; 9 delle 12 indennità pagate nel 2025 nascono da un accordo concluso all'uscita.** Delle 186 società del panel, 112 prevedono un trattamento e 59 non danno all'azionista un limite verificabile; 19 escludono o riducono l'indennità per risultati inadeguati, il caso in cui il Codice di Corporate Governance ne chiede l'esclusione. Le 17 uscite del 2025 hanno prodotto 12 indennità per 28 milioni di euro, con una mediana di un milione e 600 mila euro: 9 da un accordo concluso all'uscita, 3 da una clausola concordata in anticipo.

7 **Fra il 2023 e il 2025 il 24% delle società ha registrato almeno una volta più del 20% di voti contrari o astenuti sulla remunerazione.** Sono 44 delle 180 società con verbali completi; il capitolo 7 ne analizza 42, escluse due uscite dal listino. Delle 20 per cui è stato possibile classificare la risposta del consiglio, sette hanno modificato la politica in modo documentato, dieci l'hanno confermata senza modifiche documentate e tre hanno documentato più dialogo o più attività del comitato, senza modificarla.

8 **Il divario di genere riguarda l'accesso ai ruoli di guida più che la remunerazione a parità di ruolo.** Le donne sono il 44% dei consiglieri e il 41% dei sindaci, sopra la quota di legge dei due quinti, ma la quota si raggiunge con i posti senza deleghe: sono il 56% dei consiglieri non esecutivi, il 19% dei presidenti non esecutivi e il 7% dei CEO (11 su 163). Nel campione complessivo non emerge un divario statisticamente significativo sul fisso a parità di ruolo; nei ruoli esecutivi del consiglio diversi dal CEO emerge tuttavia un divario del −35%, da approfondire.

CAPITOLO 1

01

Panel

IN SINTESI

186	società quotate su Euronext Milan ed Euronext STAR Milan
1.029 mld €	di capitalizzazione complessiva a fine 2025
175	società di diritto italiano usate nelle analisi e nei confronti

01

Il panel 2026 comprende 186 società quotate su Euronext Milan ed Euronext STAR Milan.

A fine 2025 queste società capitalizzano nel complesso 1.029 miliardi di euro e hanno oltre un milione e mezzo di dipendenti. Salvo dove indicato, le analisi e i confronti con il 2024 usano le 175 società di diritto italiano, che capitalizzano 908 miliardi di euro e occupano circa un milione e duecentomila persone.

Escono dal panel 10 società presenti nell'Outlook 2025: sei sono uscite dalla Borsa dopo un'offerta pubblica (Alkemy, Bialetti, Gruppo 24 ORE, Illimity Bank, Antares Vision, Next Re), per tre la relazione sull'esercizio 2025 non era disponibile alla data di chiusura del database, il 5 ottobre 2026 (Aeffe, Risanamento, Tessellis), e una (Eukedos), ancora quotata, non è stata rilevata in questa edizione.

Entrano nel panel 13 società assenti nell'Outlook 2025: otto sono di diritto estero e restano fuori dai confronti; cinque sono di diritto italiano.

TABELLA 1 **Composizione del panel – Esercizi 2024 e 2025**

Il panel in cifre	2024	2025
Società nel panel	183	186
di cui di diritto italiano	180	175
di cui di diritto estero	3	11
Società uscite rispetto al 2024	–	10
Società entrate rispetto al 2024	–	13
Società presenti in entrambe le rilevazioni	–	173 di cui 170 di diritto italiano
Profili analizzati	3.361	3.057 (società di diritto italiano)

I profili 2025 sono quelli in carica da almeno quattro mesi e con una remunerazione maggiore di zero (glossario, «Profilo»).

TABELLA 2 **Panel delle società di diritto italiano per settore – Società già presenti nel 2024 e nuove**

SOCIETÀ DI DIRITTO ITALIANO

Beni di consumo discrezionali
Arnoldo Mondadori Editore · B&C Speakers · BasicNet · Brunello Cucinelli · Caleffi · Cellularline · CSP International Fashion Group · De'Longhi · Dexelance · E.P.H. · Elica · F.I.L.A. - Fabbrica Italiana Lapis ed Affini · Ferretti · Geox · I Grandi Viaggi · Indel B · Juventus Football Club · Lottomatica Group · Moncler · OVS · Piaggio & C. · Pininfarina · Piquadro · Pirelli & C. · Ratti · S.S. Lazio · Sabaf · Safilo Group · Salvatore Ferragamo · Sanlorenzo · Sogefi · Technogym · The Italian Sea Group

Infrastrutture
Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna · Autostrade Meridionali · ENAV · FNM · Toscana Aeroporti

Industria
Avio · Biesse · Caltagirone · Carel Industries · Cembre · CIR · Comer Industries · Danieli & C. Officine Meccaniche · Emak · EuroGroup Laminations · Fidia · Fiera Milano · Fincantieri · Gefran · Industrie De Nora · Interpump Group · Irce · Italian Exhibition Group · Leonardo · LU-VE · Maire · Prysmian · Seri Industrial · SIT · SOMEC · Tesmec · Trevi Finanziaria Industriale · Webuild

Finanza
Anima Holding · Assicurazioni Generali · Azimut Holding · Banca Generali · Banca Ifis · Banca Mediolanum · Banca Monte dei Paschi di Siena · Banca Popolare di Sondrio · Banca Profilo · Banca Sistema · Banco BPM · Banco di Desio e della Brianza · BFF Bank · BPER Banca · Credito Emiliano (Credem) · doValue · Equita Group · FinecoBank · Generalfinance · IMMSI · Intesa Sanpaolo · Italmobiliare · Mediobanca Banca di Credito Finanziario · Moltiply Group · Nexi · Poste Italiane · REVO Insurance · Tamburi Investment Partners · UniCredit · Unipol Assicurazioni · Zest

Tecnologia
Beewize · Cy4gate · Datalogic · Esprinet · Eurotech · Itway · Reply · SECO · Softlab · Sys-Dat · Technoprobe · Tinexta · WIIT · **Digital Value** · **Olidata** · **Sesa** · **Triboo** · **TXT E-Solutions**

Utilities
A2A · Acea · Acinque · Alerion Clean Power · Altea Green Power · Ascopiave · Edison · Enel · ERG · Hera · Iren · Italgas · PLC · Snam · Terna

Media e telecomunicazioni
Cairo Communication · Caltagirone Editore · Class Editori · Digital Bros · INWIT (Infrastrutture Wireless Italiane) · Mondo TV · Rai Way · RCS MediaGroup · TIM · Unidata

Salute
Amplifon · Diasorin · El.En. · Fine Foods & Pharmaceuticals N.T.M. · Garofalo Health Care · GPI · GVS · PharmaNutra · Philogen · Recordati · SOL

Beni di consumo primari
B.F. · Centrale del Latte d'Italia · Enervit · Intercos · MARR · NewPrinces · Orsero · Valsoia

Immobiliare
Abitare In · Aedes · Bastogi · Borgosesia · Brioschi Sviluppo Immobiliare · Gabetti Property Solutions · IGD SIIQ

Materiali
Aquafil · Buzzi · KME Group · Met.Extra Group · Neodecortech · Zignago Vetro

Energia
Eni · Gas Plus · Saipem

TABELLA 3 **Panel delle società di diritto estero – Società già presenti nel 2024 e nuove**

Tutti i settori	Brembo · Cementir Holding · d'Amico International Shipping · **Ariston Holding** · **Davide Campari-Milano** · **Ferrari** · **Iveco Group** · **MFE-MediaForEurope** · **Stellantis** · **STMicroelectronics** · **Tenaris**

In blu le società nuove rispetto all'Outlook 2025

CAPITOLO 2

02

Relazione sulla remunerazione

I dati usati in questo rapporto provengono dai documenti ufficiali rilasciati dalle società stesse in materia di remunerazione dei vertici e dei consiglieri non esecutivi. Questo capitolo spiega nel dettaglio il contenuto del documento: "Relazione sulla remunerazione", e le sue limitazioni.

2.1

Che cos'è

La relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti è il documento con cui una società quotata illustra agli azionisti i criteri con cui determina la remunerazione e dà conto della remunerazione relativa all'esercizio concluso. Riguarda gli amministratori, i sindaci, il direttore generale e i dirigenti con responsabilità strategiche. È prevista dall'articolo 123-ter del Testo Unico della Finanza; i contenuti e gli schemi delle tabelle sono disciplinati dal Regolamento Emittenti della Consob, all'articolo 84-quater e nello Schema 7-bis dell'Allegato 3A. La relazione è approvata dal consiglio di amministrazione e messa a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima dell'assemblea annuale.

L'assemblea si esprime separatamente sulle due sezioni della relazione, con effetti diversi:

Sezione I – Politica di remunerazione. Descrive i criteri e le regole per determinare le remunerazioni. Il voto è vincolante, salvo diversa previsione statutaria. La politica è sottoposta agli azionisti con una frequenza coerente con la sua durata, comunque almeno ogni tre anni e in occasione di modifiche rilevanti. Quando il voto è vincolante, l'eventuale bocciatura comporta la prosecuzione della politica precedentemente approvata o, in sua assenza, delle prassi vigenti; una nuova politica deve essere sottoposta al voto entro la successiva assemblea annuale.

Sezione II – Compensi corrisposti. Rendiconta la remunerazione relativa all'esercizio concluso ed è sottoposta ogni anno a un voto consultivo. Il voto contrario non determina, di per sé, la restituzione di quanto corrisposto; la società deve però spiegare nella relazione successiva come abbia tenuto conto dell'esito della votazione.

2.2

Due sezioni

La Sezione I illustra la politica di remunerazione della società, con riferimento almeno all'esercizio successivo a quello oggetto di rendicontazione, e le procedure utilizzate per adottarla e attuarla. Descrive la struttura della remunerazione, le componenti fisse e variabili e i criteri che ne determinano il riconoscimento.

La Sezione II dà conto della remunerazione dell'esercizio di riferimento. Ne descrive le singole componenti, compresi i trattamenti in caso di cessazione dalla carica o del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica applicabile a quell'esercizio. Illustra inoltre i compensi corrisposti, distinguendo le componenti riferibili ad attività di esercizi precedenti e quelle da corrispondere in esercizi successivi per l'attività svolta nell'esercizio di riferimento. Le informazioni sono presentate nominativamente per amministratori, componenti degli organi di controllo e direttori generali e, nei casi previsti, in forma aggregata per i dirigenti con responsabilità strategiche.

2.3

Tabelle della Sezione II

Tabella 1 della relazione – Compensi corrisposti. Una riga per ogni amministratore, sindaco e direttore generale, con nome, carica e periodo; i Dirigenti con Responsabilità Strategiche possono essere riportati in una sola riga aggregata, con il loro numero. Otto colonne di importi: (1) compensi fissi, che comprendono l'emolumento deliberato dall'assemblea, i gettoni, i compensi per cariche particolari e la retribuzione da lavoro dipendente; (2) compensi per la partecipazione a comitati; (3) compensi variabili non in azioni, divisi in bonus e altri incentivi e partecipazione agli utili; (4) benefici non monetari; (5) altri compensi; (6) totale delle prime cinque; (7) fair value dei compensi in strumenti finanziari; (8) indennità di fine carica o di cessazione. Per ogni persona gli importi sono distinti fra quelli pagati dalla società che redige la relazione e quelli pagati da controllate e collegate.

Tabella 2 della relazione – Stock option. Per ogni persona e piano: le opzioni possedute all'inizio dell'esercizio, assegnate, esercitate e scadute durante l'esercizio, possedute alla fine, con prezzi di esercizio, periodi e fair value delle opzioni di competenza dell'esercizio.

Tabella 3A della relazione – Altri strumenti finanziari. Per ogni persona e piano: le azioni, le performance share, le phantom share e gli altri strumenti assegnati negli esercizi precedenti e non ancora maturati, assegnati nell'esercizio, maturati nell'esercizio, con periodi di maturazione, prezzi e fair value di competenza dell'esercizio.

Tabella 3B della relazione – Piani monetari. Per ogni persona e piano: il bonus dell'esercizio, diviso fra quota pagabile subito e quota differita, con il periodo di differimento; i bonus di esercizi precedenti, divisi fra quote non più pagabili, pagate e ancora differite; gli altri bonus. È l'unica tabella che distingue il bonus annuale dalle quote di piani di lungo termine in denaro e dai bonus una tantum.

2.4

Che cosa ne prende il rapporto

Dalla Tabella 1 della relazione vengono gli importi del capitolo 3 e dei paragrafi 4.1–4.3; il rapporto controlla che la somma delle colonne coincida con il totale dichiarato. Dalla Sezione I vengono gli 828 piani annuali e di lungo termine delle 175 società di diritto italiano e i loro 1.761 obiettivi (paragrafi 4.4 e 4.5). Dal testo della Sezione II vengono i gradi di raggiungimento degli obiettivi (capitolo 6). Le Tabelle 2, 3A e 3B della relazione servono a classificare piani azionari, periodi di maturazione e bonus di esercizi precedenti o una tantum.

2.5

Che cosa la relazione non dice

La relazione ha cinque limiti che ricorrono in tutto il rapporto. Poiché il rapporto prende i dati dalle tabelle che la Consob prescrive, sono anche limiti del rapporto.

Il variabile in denaro è una cifra sola. La colonna «bonus e altri incentivi» della Tabella 1 della relazione raccoglie tutto ciò che è maturato nell'anno dai piani in denaro: il bonus annuale e le quote dei piani di lungo termine in denaro arrivate a maturazione; i bonus una tantum vi entrano come «altri bonus». La distinzione piano per piano c'è solo nella Tabella 3B della relazione. Per questo il rapporto parla di «variabile in denaro» e non di STI e LTI.

Il valore delle azioni non è un incasso. Il rapporto usa il fair value della colonna 7 della Tabella 1 della relazione: il valore stimato alla data di assegnazione degli strumenti azionari, per la quota attribuita all'esercizio secondo il principio contabile IFRS 2, che lo ripartisce sugli anni in cui il piano matura. Non dice quanto il beneficiario incasserà alla maturazione.

I Dirigenti con Responsabilità Strategiche sono riportati tutti insieme, non uno per uno. La Consob permette di indicarli in forma aggregata, con il solo numero. Delle 136 società che ne hanno, 120 li riportano così, in tutto o in parte, e il 95% dei Dirigenti sta in una riga collettiva: si conosce il totale della loro remunerazione e quanti sono, non quanto prende ciascuno. Per questo i valori per persona del rapporto sono medie di gruppo, e la loro distribuzione è una stima.

Gli obiettivi sono spesso formulati senza indicazioni numeriche. La Sezione I dovrebbe specificare i parametri cui è collegata la componente variabile della remunerazione, anziché il valore da conseguire, come chiarito espressamente dalla Consob. La Sezione II dovrebbe invece riportare i risultati conseguiti rispetto agli obiettivi prefissati, senza che la normativa prescriva una modalità specifica di rappresentazione. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, le relazioni si limitano a esprimere un giudizio o un grado di raggiungimento, senza indicare il valore effettivamente ottenuto. Anche la leva del piano, intesa come rapporto tra la remunerazione variabile a target e la componente fissa, è spesso indicata soltanto come importo in euro oppure omessa (paragrafi 4.4 e 4.5).

La remunerazione è quella maturata nell'anno, non quella incassata. Nella Tabella 1 della relazione un bonus entra quando matura, anche se sarà pagato dopo; un piano di lungo termine in denaro compare solo nell'anno in cui matura; il valore delle azioni è la quota attribuita all'esercizio. Sulla quota differita del bonus annuale lo schema Consob dà due indicazioni diverse, una che la include nell'anno in cui matura e una che la rinvia all'anno in cui diventa pagabile: il rapporto prende la Tabella 1 della relazione come la società l'ha compilata.

03

Remunerazione fissa

IN SINTESI

490 mila €	la remunerazione fissa mediana del CEO, contro una media di 691 mila
+3%	il fisso medio del CEO sul 2024, a parità di società
2,7×	il fisso del CEO rispetto a quello di un Dirigente con Responsabilità Strategiche della stessa società

Il capitolo misura la remunerazione fissa dei dieci ruoli nelle 175 società di diritto italiano, compresa la retribuzione da lavoro dipendente ed esclusa la remunerazione per i comitati (glossario, «Fisso»): il confronto con il 2024 (3.1), la distribuzione per ruolo (3.2), le differenze per dimensione e mercato di quotazione (3.3). Il quadro è stabile rispetto al 2024 e dominato dalla dimensione: il fisso mediano del CEO è di 490 mila euro, da 259 mila sotto i 100 milioni di capitalizzazione a 902 mila oltre gli 800.

AVVERTENZE DI LETTURA

Alcuni dati dei capitoli 3 e 4 dipendono più dalla composizione del panel che dall'andamento delle remunerazioni; queste cautele valgono per i due capitoli.

Media e mediana. La media risente delle poche società molto grandi; la mediana descrive il profilo che sta a metà della classifica. Il confronto con il 2024, limitato al fisso (paragrafo 3.1), usa le medie, le sole pubblicate nell'Outlook 2025, su un panel con il 9% di profili in meno: è un'indicazione. Nel resto del rapporto il riferimento è la mediana; la media è riportata accanto, nelle tabelle, per mostrare quanto pesano i valori più alti.

Presidente e Vice Presidente sono ruoli misti. Il 35% dei Presidenti e il 32% dei Vice Presidenti ha deleghe esecutive, con un fisso medio da due a quattro volte quello dei colleghi senza deleghe: le medie dei due ruoli dipendono da quanti esecutivi ci sono nel panel.

Il Direttore Generale ha 19 profili. Uno o due casi spostano media e quote di diversi punti; lo stesso vale per le celle in giallo, con meno di 10 profili o beneficiari.

CEO e Dirigenti con Responsabilità Strategiche sono distribuiti diversamente fra le società. I CEO sono di norma uno per società; il 71% dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche lavora nelle società oltre 800 milioni di capitalizzazione.

Pochi casi spostano alcune medie 2025. Pochi profili di Vice Presidente e di Direttore Generale hanno ricevuto, per la liquidazione di piani di lungo termine in denaro, importi di diversi milioni di euro: questi casi spostano le medie dei due ruoli nelle Tabelle 9 e 11, non i valori mediani.

3.1

Lettura aggregata

TABELLA 4 Remunerazione fissa media per ruolo – Esercizi 2024 e 2025 e variazione 2024–2025 a parità di società (in migliaia di euro)

Ruolo	Profili 2024	Profili 2025	Fisso medio 2024	Fisso medio 2025	Δ 2025/2024, società presenti in entrambe le rilevazioni
ESECUTIVI DEL CDA					
CEO	171	163	679	**691**	**+3%**
Pres. CdA e CEO	33	27	648	**671**	**+4%**
Cons. Esecutivo	113	99	283	**293**	**+4%**
RUOLI MISTI					
Pres. CdA	164	150	430	**361**	**−15%**
Vice Pres. CdA	96	79	187	**201**	**+8%**
Direttore Generale	31	19	602	**509**	**−15%**
MANAGEMENT					
Dir. con Resp. Strategiche	741	730	317	**301**	**−4%**
NON ESECUTIVI E CONTROLLO					
Cons. Non Esecutivo	1.400	1.247	52	**48**	**−6%**
Pres. Collegio Sindacale	196	173	62	**55**	**−10%**
Sindaco Effettivo	416	370	48	**41**	**−13%**
Totale	*3.361*	*3.057*			

La variazione confronta la media 2024 pubblicata nell'Outlook 2025 con la media 2025 delle sole 170 società presenti in entrambe le rilevazioni: toglie l'effetto delle società entrate nel 2025, ma non quello delle società uscite, perché per il 2024 è disponibile solo la media pubblicata. Il fisso medio 2025 è quello di tutto il panel, riferimento dei paragrafi successivi. Le variazioni sono calcolate sui valori non arrotondati.

Sulle società presenti in entrambe le rilevazioni il fisso medio del CEO cresce del 3% rispetto al 2024, e la crescita è contenuta e coerente in tutti i ruoli esecutivi del consiglio; nei ruoli non esecutivi e di controllo le medie 2025 risultano più basse.

Sulle 170 società presenti in entrambe le rilevazioni i tre ruoli esecutivi del consiglio crescono fra il 3% e il 4%. Fra i ruoli misti il Vice Presidente sale dell'8%, mentre Presidente e Direttore Generale scendono del 15%; i Dirigenti con Responsabilità Strategiche calano del 4%. Fra i ruoli non esecutivi e di controllo la media scende del 6% per il Consigliere Non Esecutivo, del 10% per il Presidente del Collegio Sindacale e del 13% per il Sindaco Effettivo.

Le variazioni non hanno tutte lo stesso peso. La crescita dei consiglieri con deleghe è piccola e uniforme. Per i ruoli di controllo e per i consiglieri senza deleghe, la cui remunerazione è di norma stabilita per l'intero mandato, un movimento di questa misura in un solo anno va letto come un'indicazione più che come un andamento (avvertenze di lettura). Lo stesso vale per i ruoli misti: le medie di Presidente e Vice Presidente dipendono da quanti hanno deleghe esecutive, e il Direttore Generale, letto con i ruoli misti perché sta fra il consiglio, che gli conferisce i poteri, e la struttura operativa che guida, ha 19 profili.

3.2

Curve di distribuzione

TABELLA 5 **Distribuzione della remunerazione fissa per ruolo – Esercizio 2025 (in migliaia di euro)**

	PERCENTILI DELLA REMUNERAZIONE FISSA (MIGLIAIA DI EURO)					DISTRIBUZIONE – SCALA LOGARITMICA		DISPERSIONE	
Ruolo	10° perc.	1° quartile	Mediana	3° quartile	90° perc.	100	1.000	Media / mediana	90° / 10° perc.
ESECUTIVI DEL CDA									
CEO	169	276	**490**	1.000	1.400			**1,4**	8,3
Pres. CdA e CEO	206	257	**500**	708	1.672			1,3	8,1
Cons. Esecutivo	33	99	**204**	358	638			**1,4**	**19,5×**
RUOLI MISTI									
Pres. CdA	70	120	**252**	417	748			**1,4**	**10,7×**
Vice Pres. CdA	24	50	**103**	201	342			**1,9**	**14,2×**
Direttore Generale	165	305	**489**	718	882			1,0	5,3
MANAGEMENT									
Dir. con Resp. Strategiche	69	142	**269**	358	567			1,1	8,2
NON ESECUTIVI E CONTROLLO									
Cons. Non Esecutivo	12	20	**40**	60	85			1,2	6,8
Pres. Collegio Sindacale	20	30	**42**	75	110			1,3	5,6
Sindaco Effettivo	13	20	**30**	55	81			**1,4**	6,2



In rosso la dispersione elevata: media di almeno 1,4 volte la mediana, 90° percentile di almeno 10 volte il 10°

I rapporti sono calcolati sui valori non arrotondati.

Il fisso mediano del CEO è di 490 mila euro, contro una media di 691 mila: poche società molto grandi pesano molto sui valori medi.

Sei CEO su dieci hanno un fisso inferiore alla media, che risente delle remunerazioni delle società maggiori (avvertenze di lettura).

Lo stesso ruolo di CEO copre società da poche decine di milioni a oltre cento miliardi di capitalizzazione, e il fisso lo riflette: fra il 10° e il 90° percentile va da 169 a 1.400 mila euro.

Metà dei CEO ha un fisso compreso fra 276 e 1.000 mila euro, e il rapporto fra 90° e 10° percentile è di 8,3 volte. Una dispersione di questa ampiezza è una caratteristica del listino, non un'anomalia del dato, e fa della dimensione della società la prima variabile da considerare (paragrafo 3.3 e capitolo 6).

La dispersione è ancora maggiore nei ruoli del consiglio che riuniscono deleghe di ampiezza diversa: per il Consigliere Esecutivo il fisso varia di quasi venti volte fra il 10° e il 90° percentile.

Il rapporto fra i due percentili è di 20 volte per il Consigliere Esecutivo, di 14 per il Vice Presidente e di 11 per il Presidente, contro 8 per il CEO. Il Consigliere Esecutivo va da 33 a 638 mila euro: sotto la stessa carica stanno chi guida una divisione del gruppo e chi ha una delega limitata. Per questi ruoli il confronto fra società ha senso solo tenendo conto delle deleghe.

Per i Dirigenti con Responsabilità Strategiche e per il Direttore Generale la media è vicina alla mediana: per i Dirigenti anche perché le relazioni li dichiarano quasi sempre in forma aggregata.

Il rapporto fra media e mediana è di 1,1 per i Dirigenti e di 1,0 per il Direttore Generale, contro valori da 1,2 a 1,9 negli altri ruoli. In parte l'omogeneità è reale: sono ruoli pagati come dirigenti, con contratti e scale retributive confrontabili fra società, mentre gli amministratori sono pagati secondo la governance e la proprietà di ciascuna società. In parte dipende dal dato: il 95% dei Dirigenti è dichiarato in righe aggregate, e a ciascuno è attribuita la media della riga (capitolo 2). Per il Direttore Generale, con 19 profili, il valore è un'indicazione.

Nei ruoli non esecutivi e di controllo il fisso mediano si ferma a poche decine di migliaia di euro ed è fra i più omogenei del panel.

Il valore mediano è di 40 mila euro per il Consigliere Non Esecutivo, di 42 mila per il Presidente del Collegio Sindacale e di 30 mila per il Sindaco Effettivo; metà dei consiglieri non esecutivi riceve fra 20 e 60 mila euro, e il rapporto fra 90° e 10° percentile, da 5,6 a 6,8, è fra i più bassi del panel. Mancano le remunerazioni molto alte che altrove spostano la media, e anche la media, 48 mila euro per il consigliere, è qui un riferimento affidabile.

3.3

Analisi per dimensione

TABELLA 6 **Remunerazione fissa mediana per ruolo – Suddivisione per fasce di capitalizzazione, fasce di fatturato e mercato di quotazione – Esercizio 2025 (in migliaia di euro)**

	CAPITALIZZAZIONE			FATTURATO			MERCATO DI QUOTAZIONE		
Ruolo	< 100 M€	Da 100 a 800 M€	> 800 M€	< 100 M€	Da 100 a 800 M€	> 800 M€	Euronext Milan	Euronext STAR Milan	FTSE MIB
ESECUTIVI DEL CDA									
CEO	259	413	902	248	436	920	364	408	1.092
Pres. CdA e CEO	253	650	545	247	575	850	400	540	1.520
Cons. Esecutivo	106	196	296	146	148	324	117	193	427
RUOLI MISTI									
Pres. CdA	151	224	333	157	206	330	201	222	400
Vice Pres. CdA	86	82	153	60	82	151	88	78	196
Direttore Generale	318	207	550	152	390	686	426	305	810
MANAGEMENT									
Dir. con Resp. Strategiche	151	158	312	139	175	314	188	153	322
NON ESECUTIVI E CONTROLLO									
Cons. Non Esecutivo	20	20	55	14	30	54	25	28	65
Pres. Collegio Sindacale	26	36	75	24	40	75	35	36	81
Sindaco Effettivo	17	27	54	15	29	55	26	25	65
Società	*26*	*57*	*76*	*32*	*70*	*72*	*74*	*58*	*43*

L'ultima riga riporta il numero di società di ciascun gruppo: la capitalizzazione è disponibile per 159 delle 175 società, il fatturato per 174. In giallo le celle con meno di 10 profili.

La dimensione è la variabile che più separa le remunerazioni fisse. Il CEO mediano passa da 259 mila euro sotto i 100 milioni di capitalizzazione a 902 mila oltre gli 800; per consiglieri non esecutivi e Dirigenti con Responsabilità Strategiche il salto arriva solo nella fascia più alta.

Nelle tre fasce di capitalizzazione il fisso mediano del CEO vale 259, 413 e 902 mila euro: cresce a ogni passaggio e più che raddoppia fra la fascia intermedia e quella alta. Per il Consigliere Non Esecutivo le prime due fasce si fermano a 20 mila euro e la terza sale a 55 mila; per i Dirigenti con Responsabilità Strategiche i valori sono 151, 158 e 312 mila. La lettura per fatturato è in parte diversa: per questi due ruoli la crescita comincia già fra la prima e la seconda fascia (da 14 a 30 mila euro e da 139 a 175 mila), segno che il loro fisso segue più da vicino i ricavi che la capitalizzazione.

Dentro la stessa società il fisso del CEO vale in mediana 2,7 volte quello di un Dirigente con Responsabilità Strategiche; nelle società oltre gli 800 milioni di capitalizzazione il rapporto sale a 3,1.

Il rapporto è calcolato per ciascuna delle 105 società che dichiarano entrambi i ruoli, fra il fisso del CEO e il fisso medio di un Dirigente: 2,4 volte fra 100 e 800 milioni di capitalizzazione (36 società) e 3,1 oltre (53 società); sotto i 100 milioni le società con entrambi i ruoli sono 9, e per 7 la capitalizzazione non è disponibile. I rapporti fra le mediane della Tabella 6 sono più bassi nel complesso e oltre gli 800 milioni, perché confrontano tutti i CEO con tutti i Dirigenti, mentre qui ogni società conta una volta.

Il mercato di quotazione conta soprattutto per il FTSE MIB, dove il fisso mediano è da 1,7 a 3,7 volte quello delle altre società di Euronext Milan, escluse le celle in giallo. Fra società STAR e altre società di Euronext Milan le differenze sono piccole e non vanno tutte nella stessa direzione.

Il fisso mediano del CEO è di 1.092 mila euro nel FTSE MIB, 408 mila nelle società STAR e 364 mila nelle altre società di Euronext Milan; il divario con il FTSE MIB riguarda tutti i ruoli ed è in gran parte un effetto della dimensione. Fra STAR e altre società di Euronext Milan i ruoli non esecutivi e di controllo sono allineati; fanno eccezione i Consiglieri Esecutivi, pagati di più nelle società STAR (193 contro 117 mila euro), e i Dirigenti, pagati meno (153 contro 188 mila). Le regole del segmento STAR lasciano traccia non nel livello del fisso ma nella struttura del pacchetto: riceve azioni il 40% dei CEO dello STAR contro il 22% delle altre società di Euronext Milan (Tabella 13).

CAPITOLO 4

04

Performance e incentivazione

IN SINTESI

90%	delle società ha un piano annuale; il 74% anche un piano di lungo termine
77 €	di variabile per 100 euro di fisso per il CEO mediano
22%	degli obiettivi annuali è verificabile con target e consuntivi dichiarati

Il capitolo descrive il variabile: quante società hanno un piano di incentivazione (4.1), quanto hanno ricevuto i ruoli esecutivi in denaro e in azioni (4.2), quanto vale il pacchetto (4.3), con quali regole (4.4) e con quali obiettivi (4.5) sono costruiti i piani e come tutto questo si combina in un piano tipo per tre fasce di dimensione (4.6). Il 90% delle società ha un piano annuale e il 74% uno di lungo termine; il variabile ricevuto cresce con la dimensione; tetto, malus e clawback sono quasi ovunque, ma la relazione permette di verificare se l'obiettivo è stato raggiunto per il 22% degli obiettivi dei piani annuali. Le politiche per l'uscita del vertice sono lette nel capitolo 5.

4.1

Diffusione dei piani di incentivazione

LETTURA DELLA DIFFUSIONE

TABELLA 7 **Diffusione dei piani di incentivazione per società – Esercizio 2025 (175 società di diritto italiano)**

Tipo di piano	Società con piano in essere 2025	%	Società con erogazione o attribuzione nell'esercizio 2025	%
Piano annuale (STI)	157	90%		
Piano di lungo termine (LTI), qualsiasi forma	129	74%		
di cui in denaro	45	26%		
di cui stock option	18	10%		
di cui strumenti azionari diversi dalle stock option	87	50%		
Altri bonus e piani non riconducibili a STI/LTI[1]	17	10%		
Variabile in denaro (STI, LTI in denaro, altri)			145	84%
Variabile in azioni (fair value di competenza dell'esercizio)			81	47%
Nessun piano di incentivazione	10	6%		

Le quote delle società con erogazione o attribuzione sono calcolate sulle 173 società che hanno almeno un profilo esecutivo fra quelli analizzati. Il confronto con l'Outlook 2025 non è riportato perché la misura è diversa. L'anno scorso STI, LTI in denaro e altri bonus erano contati sulle società che li avevano pagati nell'esercizio, e i piani azionari sulla presenza di strumenti nelle Tabelle 2 e 3A della relazione; quest'anno si contano i piani in essere. Le righe non si escludono a vicenda: una società può avere più tipi di piano, e un piano di lungo termine può essere misto.

1 Sono gli strumenti descritti nella relazione come incentivi ma non riconducibili né a un piano annuale né a un piano di lungo termine. Riguardano 17 società: bonus una tantum o straordinari (7 società); premi di ingresso (2); meccanismi di condivisione del valore o success fee (2); piani limitati a perimetri commerciali o a società del gruppo (2); code di accordi precedenti (2); altri schemi non riconducibili a un piano (2).

Circa il 90% delle società ha un piano annuale (STI) e il 74% anche un piano di lungo termine (LTI), per lo più in azioni.

Il piano di lungo termine è nel 74% delle società: nel 50% usa strumenti azionari diversi dalle stock option, nel 26% paga in denaro, nel 10% assegna stock option. Le società senza alcun piano sono 10 (6%).

Avere un piano non vuol dire pagarlo: nel 2025, 15 società con un piano annuale non hanno pagato alcun variabile ai propri esecutivi.

Un variabile in denaro è stato pagato ad almeno un esecutivo in 145 società (84%); dove il bonus annuale non è stato pagato, gli obiettivi o la condizione di accesso non sono stati raggiunti. 81 società (47%) presentano un fair value positivo dei compensi in strumenti finanziari di competenza dell'esercizio: 21 società con un piano azionario non presentano alcun fair value positivo nell'anno, anche perché i piani di lungo termine assegnano le azioni solo in alcuni esercizi.

LETTURA PER RUOLO

TABELLA 8 **Quota di profili che hanno ricevuto un variabile in denaro o azioni, per ruolo – Esercizio 2025**

Ruolo	Profili	Percettori di variabile in denaro	Percettori di azioni (fair value)
ESECUTIVI DEL CDA			
CEO	163	75%	43%
Pres. CdA e CEO	27	59%	30%
Cons. Esecutivo	99	59%	26%
RUOLI MISTI			
Pres. CdA	150	18%	8%
Vice Pres. CdA	79	20%	11%
Direttore Generale	19	84%	32%
MANAGEMENT			
Dir. con Resp. Strategiche	730	89%	61%

La tabella riguarda i sette ruoli che possono ricevere un variabile (1.267 profili su 3.057); i ruoli non esecutivi e di controllo (1.790 profili) non ricevono variabile, salvo casi isolati, e sono esclusi. Per i Dirigenti, dichiarati per lo più in righe aggregate, un importo positivo della riga conta come ricevuto da tutti i Dirigenti della riga: le loro quote sono valori massimi. Il variabile in denaro comprende STI, LTI monetario e altri bonus.

I Dirigenti con Responsabilità Strategiche sono il ruolo che riceve più spesso un variabile, l'89% in denaro; il CEO lo riceve in denaro nel 75% dei casi e in azioni nel 43%.

I Dirigenti ricevono azioni nel 61% dei casi, più del CEO, perché lavorano nelle società più grandi (avvertenze di lettura); Presidente e Vice Presidente hanno un variabile in denaro in circa un caso su cinque, di norma con deleghe.

4.2

Ammontare del variabile

Il paragrafo misura il variabile ricevuto nell'esercizio con le categorie della Tabella 1 della relazione, che distingue il denaro dalle azioni, non il breve dal lungo termine: il denaro è soprattutto bonus annuale, le azioni sono di fatto un incentivo di lungo termine, salvo nelle banche, dove almeno metà del variabile è pagata in azioni per regola di vigilanza.

LETTURA DEL VARIABILE IN DENARO

TABELLA 9 **Variabile in denaro per ruolo: copertura, fisso mediano dei beneficiari, mediana, media e incidenza mediana sul fisso – Esercizio 2025 (in migliaia di euro)**

Ruolo	Profili	Beneficiari	Copertura	Fisso mediano dei beneficiari	Variabile: mediana	Variabile: media	Incidenza mediana sul fisso
CEO	163	123	75%	501	**417**	792	62%
Pres. CdA e CEO	27	16	59%	520	**343**	829	66%
Cons. Esecutivo	99	58	59%	250	**95**	360	38%
Pres. CdA	150	27	18%	391	**133**	275	55%
Vice Pres. CdA	79	16	20%	221	**41**	786	34%
Direttore Generale	19	16	84%	535	**364**	1.228	82%
Dir. con Resp. Strategiche	730	652	89%	288	**145**	223	53%

Il variabile in denaro è la somma delle colonne «bonus e altri incentivi» e «partecipazione agli utili» della Tabella 1 della relazione, riportata su base annua. Fisso mediano, mediana, media e incidenza sono calcolati sui soli beneficiari, i profili con un importo maggiore di zero, il cui fisso mediano è più alto di quello del ruolo (Tabella 5); l'incidenza mediana è la mediana, fra i beneficiari, del rapporto fra variabile e fisso di ciascuno, e non coincide con il rapporto fra le due mediane. Ruoli non esecutivi e di controllo esclusi, come nella Tabella 8.

Il 75% dei CEO riceve un variabile in denaro; per chi lo riceve l'importo mediano è di 417 mila euro, il 62% del fisso.

I beneficiari sono 123 su 163. I 40 CEO senza variabile in denaro hanno un fisso mediano di 281 mila euro, contro 501 mila di chi lo riceve, e guidano più spesso società piccole.

La media del variabile in denaro dei CEO, 792 mila euro, è quasi il doppio della mediana: pochi importi molto alti la alzano.

Sei CEO hanno un variabile in denaro di oltre 3.000 mila euro; il più alto, 10.200 mila euro, comprende la liquidazione di un piano di lungo termine in denaro. Per Vice Presidente e Direttore Generale, con 16 beneficiari ciascuno, media e valore mediano sono ordini di grandezza, perché pochi profili comprendono liquidazioni di piani di lungo termine (avvertenze di lettura).

Per i Dirigenti con Responsabilità Strategiche, il ruolo con più beneficiari, il variabile in denaro mediano è di 145 mila euro, il 53% del fisso.

I beneficiari sono 652 su 730; la media, 223 mila euro, è una volta e mezza il valore mediano, uno scarto più contenuto che per il CEO.

LETTURA DEL VARIABILE IN AZIONI

TABELLA 10 **Variabile in azioni per ruolo: copertura, fisso mediano dei beneficiari, mediana, media e incidenza mediana sul fisso – Esercizio 2025 (in migliaia di euro)**

Ruolo	Profili	Beneficiari	Copertura	Fisso mediano dei beneficiari	Azioni: mediana	Azioni: media	Incidenza mediana sul fisso
CEO	163	70	43%	912	**691**	1.150	84%
Pres. CdA e CEO	27	8	30%	525	**214**	767	43%
Cons. Esecutivo	99	26	26%	344	**164**	401	40%
Pres. CdA	150	12	8%	420	**77**	671	40%
Vice Pres. CdA	79	9	11%	200	**412**	437	42%
Direttore Generale	19	6	32%	603	**402**	600	77%
Dir. con Resp. Strategiche	730	446	61%	314	**162**	257	58%

Il variabile in azioni è il fair value di competenza dell'esercizio (IFRS 2, colonna 7 della Tabella 1 della relazione sulla remunerazione), non riportato su base annua: non è una somma incassata (capitolo 2). Fisso mediano, mediana, media e incidenza sono calcolati sui soli beneficiari; l'incidenza mediana è la mediana, fra i beneficiari, del rapporto fra il fair value e il fisso di ciascuno. I ruoli non esecutivi e di controllo sono esclusi, come nella Tabella 8. In giallo le celle con meno di 10 beneficiari.

Il 43% dei CEO ha un variabile in azioni; il fair value mediano di competenza dell'esercizio è di 691 mila euro, l'84% del fisso.

I beneficiari sono 70 su 163; la media, 1.150 mila euro, è alzata da pochi piani molto grandi. Chi riceve azioni ha anche un fisso più alto, 912 mila euro contro 375 mila di chi non le riceve: i piani azionari sono concentrati nelle società più grandi.

Negli altri ruoli del consiglio e per il Direttore Generale i beneficiari di azioni sono pochi, 26 fra i Consiglieri Esecutivi e da 6 a 12 negli altri ruoli, e i valori della Tabella 10 vanno letti come ordini di grandezza.

Il 22% dei CEO non ha ricevuto alcun variabile; gli altri lo hanno ricevuto quasi sempre in denaro, spesso insieme ad azioni.

Il 40% dei CEO ha ricevuto sia variabile in denaro sia azioni, il 35% solo denaro e il 2% solo azioni. Dei 36 CEO senza variabile, 30 sono in società con almeno un piano: è la fotografia di un esercizio, non della politica di remunerazione, perché un bonus con obiettivi mancati vale zero e un piano di lungo termine in denaro non lascia traccia finché non matura.

Fra i Dirigenti il 60% ha ricevuto sia denaro sia azioni e il 9% solo il fisso; la prima è una quota massima e la seconda una quota minima, perché le righe aggregate attribuiscono a tutti i Dirigenti della riga quello che la riga ha ricevuto (Tabella 8). Per chi le riceve, le azioni valgono in mediana 162 mila euro, il 58% del fisso: meno che per il CEO in rapporto al fisso, ma arrivano a più Dirigenti (61% contro 43%).

4.3

Pacchetto e composizione della remunerazione

Il paragrafo rimette insieme fisso e variabile: quanto vale il pacchetto di ciascun ruolo, con e senza azioni, e quanto pesa il variabile nella remunerazione.

LETTURA DEL VALORE DEL PACCHETTO

TABELLA 11 Valore del pacchetto per ruolo – Esercizio 2025 (in migliaia di euro)

Ruolo	Profili	Pacchetto mediano	Pacchetto medio	Totale con azioni, mediana	Totale con azioni, media
ESECUTIVI DEL CDA					
CEO	163	**875**	1.369	950	1.863
Pres. CdA e CEO	27	**666**	1.249	678	1.477
Cons. Esecutivo	99	**276**	534	296	640
RUOLI MISTI					
Pres. CdA	150	**296**	437	296	491
Vice Pres. CdA	79	**144**	409	149	458
Direttore Generale	19	**945**	1.592	1.126	1.781
MANAGEMENT					
Dir. con Resp. Strategiche	730	**430**	531	543	688

Il pacchetto è il totale della Tabella 1 della relazione sulla remunerazione (colonna 6): fisso, remunerazione per i comitati, variabile in denaro, benefici non monetari e «altri compensi», riportato su base annua. Il totale con azioni somma al pacchetto il fair value di competenza dell'esercizio (IFRS 2, colonna 7 della Tabella 1 della relazione). Entrambi sono calcolati su tutti i profili del ruolo, compresi quelli senza variabile.

Il pacchetto mediano del CEO è di 875 mila euro e sale a 950 mila con le azioni; le medie, 1.369 e 1.863 mila, sono più alte perché pochi pacchetti molto grandi le alzano.

Il rapporto fra media e mediana è di 1,4 sul fisso, 1,6 sul pacchetto e 2,0 sul totale con azioni: ogni componente variabile allarga la distanza fra le società grandi e le altre. Con le azioni il valore mediano sale di 75 mila euro, perché meno della metà dei CEO le riceve; la media sale di 494 mila.

Il pacchetto mediano dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche è di 430 mila euro, 543 mila con le azioni; è il ruolo in cui media e valore mediano sono più vicini.

La media, 531 mila euro, supera il valore mediano di un quarto, contro il 56% del CEO. Per Direttore Generale, Presidente e Vice Presidente valgono le avvertenze di lettura: le medie risentono di pochi profili con liquidazioni di piani o con deleghe, e il valore mediano descrive il profilo senza deleghe (296 mila euro per il Presidente, 144 mila per il Vice Presidente).

LETTURA DELLA COMPOSIZIONE

TABELLA 12 Composizione della remunerazione del profilo mediano per ruolo: peso di fisso, variabile in denaro e variabile in azioni su 100 euro di remunerazione – Esercizio 2025

Ruolo	Profili	Fisso	Variabile in denaro	Variabile in azioni	Variabile per 100 euro di fisso
ESECUTIVI DEL CDA					
CEO	162	57%	28%	15%	**77**
Pres. CdA e CEO	27	78%	17%	5%	**29**
Cons. Esecutivo	96	79%	14%	7%	**27**
RUOLI MISTI					
Pres. CdA	150	100%	0%	0%	**0**
Vice Pres. CdA	78	100%	0%	0%	**0**
Direttore Generale	19	57%	36%	7%	**76**
MANAGEMENT					
Dir. con Resp. Strategiche	730	52%	29%	19%	**93**

Per ogni profilo si calcola il variabile per 100 euro di fisso; il valore mediano del ruolo è la mediana, compresi i profili senza variabile. Il peso del fisso è 100 diviso (100 + variabile mediano); il resto è diviso fra denaro e azioni nella proporzione media del ruolo. Esclusi i 5 profili senza remunerazione fissa; la remunerazione non comprende comitati e benefici.

Il CEO mediano riceve 77 euro di variabile per 100 euro di fisso: poco più di metà della sua remunerazione è fissa.

Su 100 euro di remunerazione, 57 sono fisso, 28 variabile in denaro e 15 azioni. Sommando le remunerazioni di tutti i CEO il fisso scende al 39%: nel monte remunerazioni del listino pesano i grandi gruppi, dove il variabile è più alto.

Il Dirigente con Responsabilità Strategiche mediano riceve in proporzione più variabile del CEO mediano, 93 euro per 100 euro di fisso, perché il 71% dei Dirigenti lavora nelle società più grandi.

Su 100 euro di remunerazione, 52 sono fisso, 29 variabile in denaro e 19 azioni. La differenza con il CEO mediano riflette la composizione del gruppo (avvertenze di lettura), non un trattamento più generoso dentro la stessa società.

Per il Presidente e CEO e per il Consigliere Esecutivo il fisso vale il 78% e il 79% della remunerazione mediana.

Per 100 euro di fisso il Presidente e CEO mediano riceve 29 euro di variabile e il Consigliere Esecutivo mediano 27; per il Direttore Generale, con 19 profili, la composizione (76 euro, quasi tutti in denaro) è un'indicazione.

LETTURA PER DIMENSIONE E MERCATO

TABELLA 13 **Composizione della remunerazione del CEO mediano per fascia di capitalizzazione e mercato di quotazione – Esercizio 2025**

CEO per gruppo	Profili	Fisso	Denaro	Azioni	Variabile per 100 euro di fisso	Solo fisso	Denaro e azioni	Riceve azioni
Capitalizzazione < 100 M€	21	100%	0%	0%	**0**	62%	5%	10%
Capitalizzazione 100–800 M€	56	66%	26%	8%	**52**	16%	30%	32%
Capitalizzazione > 800 M€	70	38%	35%	27%	**166**	10%	67%	70%
Euronext Milan, altre	60	87%	10%	3%	**16**	42%	20%	22%
Euronext STAR Milan	58	61%	28%	11%	**64**	17%	36%	40%
FTSE MIB	44	36%	35%	29%	**182**	0%	75%	77%

Pesi e variabile per 100 euro di fisso come nella Tabella 12, dentro ciascun gruppo. Le ultime tre colonne sono le quote di CEO del gruppo che nell'esercizio hanno ricevuto solo il fisso, sia variabile in denaro sia azioni, almeno un'attribuzione di azioni. Fasce e gruppi come nella Tabella 6; la capitalizzazione è disponibile per 147 CEO su 162.

Il variabile del CEO mediano cresce con la dimensione, da zero sotto i 100 milioni di capitalizzazione a 166 euro per 100 euro di fisso oltre gli 800; a distinguere le grandi società è soprattutto il piano azionario.

Sotto i 100 milioni (21 CEO) il 62% dei CEO ha ricevuto solo il fisso, il 10% ha ricevuto azioni e il variabile in denaro è arrivato a un CEO su tre. Fra 100 e 800 milioni il CEO mediano riceve 52 euro di variabile per 100 euro di fisso e le azioni pesano l'8% della remunerazione; oltre gli 800 milioni la remunerazione si divide in tre parti di peso simile, 38 euro di fisso, 35 di variabile in denaro e 27 di azioni. Il capitolo 6 verifica se a questa composizione corrisponda un legame misurabile fra remunerazione e risultati.

Nel FTSE MIB il variabile del CEO mediano vale quasi il doppio del fisso, e nessun CEO ha ricevuto solo il fisso.

Il CEO mediano del FTSE MIB riceve 182 euro di variabile per 100 euro di fisso, e il 75% dei 44 CEO ha ricevuto sia variabile in denaro sia azioni. Il CEO mediano riceve 64 euro nelle società di Euronext STAR Milan e 16 nelle altre società di Euronext Milan, ma fra 100 e 800 milioni di capitalizzazione la distanza quasi scompare (52 e 59 euro): le società dello STAR sono più grandi, con una capitalizzazione mediana di 388 milioni di euro contro 208.

Lo stesso rapporto in tre misure. Il rapporto fra variabile e fisso del CEO compare in queste pagine in tre forme, che misurano cose diverse. Il 62% (Tabella 9) è il variabile in denaro del beneficiario mediano in rapporto al suo fisso. I 77 euro per 100 euro di fisso (Tabella 12) sono il variabile, in denaro e in azioni, del CEO mediano di tutto il listino, compresi i profili senza variabile. Il 70% (Tabella 15) è la leva a target del bonus annuale prevista dalla politica, dove dichiarata. Le prime due misurano quanto è stato pagato nel 2025, la terza quanto il piano promette.

4.4

Regole dei piani

Il paragrafo passa dal variabile pagato alle condizioni che lo determinano. Le condizioni sono cinque: il gate di accesso, il tetto, il differimento di una parte del pagamento, il malus, che riduce un bonus maturato ma non ancora pagato, e il clawback, che ne chiede la restituzione dopo il pagamento. Si aggiunge la leva, cioè quanto vale il variabile a target in rapporto al fisso.

LETTURA DELLE CONDIZIONI

TABELLA 14 Diffusione delle condizioni nei piani di incentivazione – Esercizio 2025 (175 società di diritto italiano; quote calcolate sulle società con almeno un piano del tipo indicato; i 4 sistemi misti STI+LTI sono contati sia fra gli STI sia fra gli LTI; «Tutti i piani» comprende le società con almeno un piano annuale o di lungo termine)

Condizione	Piani STI	Piani LTI	Tutti i piani
Società con piani	157	129	163
Condizione di accesso (gate)	68%	48%	72%
Tetto massimo (cap)	97%	71%	96%
Differimento di una quota	23%	27%	37%
Malus	90%	92%	91%
Clawback	92%	93%	92%

Una società ha la condizione se almeno uno dei suoi piani la prevede. Il differimento è rilevato solo quando la relazione indica una quota differita; dove non è indicato è contato come assente, quindi la quota è un minimo.

Quasi tutte le società con un piano prevedono tetto, malus e clawback; la condizione di accesso (gate) è nel 72%.

Fra le 163 società con un piano il tetto è nel 96%, il clawback nel 92% e il malus nel 91%. Il gate è la soglia sotto la quale il piano non paga nulla: manca nel 28% delle società.

Il gate è più frequente nel piano annuale che in quello di lungo termine.

Lo prevede il 68% delle società con un piano annuale e il 48% di quelle con un piano di lungo termine. Una lettura possibile è che nei piani azionari la soglia sia sostituita dalla curva di maturazione, sotto la quale le azioni non sono consegnate: l'effetto è simile, ma la regola è meno esplicita per chi legge la relazione.

Il differimento di una parte del variabile è diffuso soprattutto nelle banche e nelle assicurazioni, dove la normativa di settore lo richiede.

Lo prevede il 37% delle società con un piano: il 61% delle società finanziarie (19 su 31) e il 31% delle altre. Il dato è un minimo, perché molte relazioni non dicono se una quota è differita.

Tutte e cinque le condizioni sono in 45 delle 163 società con un piano.

A 63 società manca solo il differimento e a 11 solo il gate. Il modello della raccomandazione 27 del Codice di Corporate Governance, che chiede tetto, differimento e malus o clawback ma non il gate, è in 58 società su 163: il modello completo è presente, ma non è la norma.

LETTURA DELLA LEVA

TABELLA 15 Variabile a target, differimento e maturazione nei piani del CEO – Esercizio 2025 (un piano STI e un piano LTI per società)

Variabile del CEO in percentuale del fisso	Piano STI	Piano LTI
Società con un piano del CEO	126	107
di cui con variabile a target dichiarato in % del fisso	54	27
Variabile a target rispetto al fisso: mediana	70%	100%
di cui sotto i 100 M€ di capitalizzazione	50% (5)	n.s. (1)
di cui fra 100 e 800 M€	50% (13)	27% (5)
di cui oltre 800 M€	90% (33)	100% (21)
Quota differita, mediana (dove prevista)	35%	45%
Periodo di differimento, mediana (anni)	3	2
Periodo di maturazione (vesting), mediana (anni)	–	3

Il target è il variabile che il piano paga al raggiungimento degli obiettivi, come dichiarato nella relazione in percentuale del fisso; per le fasce di capitalizzazione, fra parentesi, il numero di società che lo dichiarano. Per ogni società è considerato un solo piano per tipo, quello del CEO avviato più di recente, preferendo i piani di cui la relazione dichiara gli obiettivi. Le mediane sono calcolate sulle sole società che dichiarano il dato.

Dove è dichiarato in percentuale del fisso, il bonus annuale del CEO vale a target il 70% del fisso, dal 50% sotto gli 800 milioni di capitalizzazione al 90% oltre; il piano di lungo termine vale il 100%.

Meno della metà delle società indica il variabile a target del CEO in percentuale del fisso, 54 delle 126 con un piano annuale e 27 delle 107 con un piano di lungo termine; le altre indicano un importo, o nulla.

Dove c'è, il differimento sposta una parte consistente del variabile di due o tre anni.

Nel piano mediano la quota differita è il 35% del bonus annuale, per tre anni, e il 45% del piano di lungo termine, per due anni. Il periodo di maturazione dei piani di lungo termine è di tre anni in quattro piani su cinque: l'orizzonte effettivo del lungo termine è quindi di tre anni, con una coda di due per la parte differita.

LETTURA PER DIMENSIONE E MERCATO

Il differimento è più diffuso nelle società più grandi, mentre tetto, malus e clawback sono maggioritari in ogni fascia.

Il differimento passa dal 19% delle società con un piano sotto i 100 milioni di capitalizzazione al 52% oltre gli 800, e arriva al 58% nel FTSE MIB, anche perché fra le grandi società ci sono le banche. Tetto, malus e clawback superano i tre quarti anche sotto i 100 milioni e il 90% nelle fasce superiori; il gate è più diffuso nel FTSE MIB, 81% contro circa due terzi negli altri gruppi.

Le cinque condizioni insieme sono più frequenti nel FTSE MIB e rare nelle società più piccole; fra società STAR e altre società di Euronext Milan non c'è differenza.

Le hanno tutte e cinque il 44% delle società con un piano del FTSE MIB e il 5% di quelle sotto i 100 milioni di capitalizzazione; fra le società di Euronext STAR Milan la quota è del 21%, fra le altre società di Euronext Milan del 23%. Come per il fisso, le regole del segmento STAR non si accompagnano a piani con più condizioni: le condizioni cambiano con la dimensione e il settore, non con il mercato di quotazione.

4.5

Obiettivi

Le regole dicono quanto si può guadagnare e a quali condizioni; gli obiettivi dicono con quali risultati. Il paragrafo legge i 1.761 obiettivi (KPI) dichiarati nelle relazioni 2025 per i piani annuali e di lungo termine: quali famiglie sono usate e con quale peso, come sono misurati e quanto un lettore può verificare se sono stati raggiunti.

LETTURA DELLE FAMIGLIE DI OBIETTIVI

TABELLA 16 **Famiglie di obiettivi nei piani di incentivazione: quota di società che le usano – Esercizio 2025 (175 società di diritto italiano; quote sulle società con almeno un piano del tipo indicato)**

Famiglia di obiettivi	Società con piano STI	Società con piano LTI
Società con piano	157	129
di cui con obiettivi dichiarati	92%	82%
Finanziari (EBITDA, EBIT, utile, cassa, ricavi, redditività)	91%	75%
Sostenibilità (ESG)	61%	55%
Strategici e di progetto	32%	8%
Individuali	19%	3%
Rendimento per gli azionisti (TSR)	3%	34%

Una società usa una famiglia se almeno un KPI di almeno un suo piano vi appartiene; i 4 sistemi misti STI+LTI sono contati in entrambe le colonne.

Fra le società con un piano annuale quasi tutte usano obiettivi finanziari e il 61% anche obiettivi di sostenibilità.

Il 91% usa almeno un obiettivo finanziario. Gli obiettivi di sostenibilità (ESG: ambiente, sociale e governance) sono nel 61%, contro il 10% del 2018 riportato nell'Outlook 2025; gli obiettivi strategici e di progetto sono nel 32% delle società, quelli individuali nel 19%.

Fra le società che dichiarano gli obiettivi, la sostenibilità è presente con la stessa frequenza nei piani annuali e in quelli di lungo termine, ma nel lungo termine pesa di più.

Gli obiettivi di sostenibilità sono nel 66% delle società con un piano annuale e nel 67% di quelle con un piano di lungo termine; nel lungo termine il loro peso arriva ad almeno il 20% nel 69% dei piani, contro il 49% dei piani annuali (Tabella 17). I piani di lungo termine sono anche più semplici: un terzo ha uno o due soli obiettivi e, quando c'è un secondo obiettivo, è di sostenibilità o il rendimento per gli azionisti.

Il TSR, il rendimento totale per gli azionisti, è un obiettivo nel 34% delle società con un piano di lungo termine e quasi mai nel piano annuale.

Si tratta di 44 società; nel piano annuale il TSR compare nel 3% delle società. Fra gli obiettivi dichiarati il TSR è il solo che misura direttamente quello che riceve l'azionista, fra variazione del prezzo dell'azione e dividendi; i piani in azioni, però, legano il valore al prezzo del titolo anche senza un obiettivo di TSR. Dei 72 obiettivi TSR nei piani di lungo termine, 38 sono relativi, cioè confrontati con un paniere di società simili.

Il 18% delle società con un piano di lungo termine non ne dichiara gli obiettivi, più del doppio che per il piano annuale.

In questi casi la relazione descrive il piano senza indicare gli obiettivi, o si limita a dire che esistono «obiettivi economici e di sostenibilità».

LETTURA DEI PESI E DELLE MISURE

TABELLA 17 Pesi, misure e trasparenza degli obiettivi – Esercizio 2025 (un piano STI e un piano LTI per società, 175 società di diritto italiano)

	Piano STI	Piano LTI
Società con obiettivi dichiarati	145	106
di cui con pesi dichiarati	80%	83%
Obiettivi per piano, mediana	4	3
Peso dei finanziari, mediana	80%	70%
Piani interamente finanziari	22%	18%
Peso ESG dove presente, mediana	18%	20%
Piani con ESG pari ad almeno il 20%	49%	69%
Peso TSR dove presente, mediana	–	33%
Obiettivi ESG misurati in modo qualitativo o non specificato	55%	52%
Obiettivi con target dichiarato	37%	31%
Obiettivi con consuntivo dichiarato	35%	17%
Obiettivi con target e consuntivo	22%	11%

Per ogni società è considerato un solo piano per tipo: quello del CEO, se la relazione distingue i piani per ruolo, e il più recente fra quelli con obiettivi dichiarati; per 6 società nel piano annuale e 16 in quello di lungo termine è un piano avviato nel 2026 (Sezione I della relazione sul 2025). I pesi sono calcolati sui soli piani che li dichiarano. Il target è il valore dell'obiettivo fissato in anticipo; il consuntivo è il risultato dichiarato nella relazione. «Qualitativo o non specificato» comprende gli obiettivi descritti come milestone, progetti o valutazioni senza una misura numerica.

Gli obiettivi finanziari pesano molto più di quelli di sostenibilità: l'80% nel piano annuale mediano.

Nello stesso piano la sostenibilità, dove c'è, pesa il 18%; nel piano di lungo termine mediano i finanziari pesano il 70%, la sostenibilità il 20% e il TSR, dove c'è, un terzo. Circa un piano su cinque è interamente finanziario. La struttura dei piani è dichiarata: il piano mediano ha quattro obiettivi se è annuale e tre se è di lungo termine, con i pesi indicati in quattro piani su cinque.

Più della metà degli obiettivi di sostenibilità non ha una misura numerica.

Sono obiettivi qualitativi o non specificati: il 55% nei piani annuali, il 52% in quelli di lungo termine. Le relazioni li descrivono come milestone (tappe da completare) o progetti, oppure con formule generiche come «obiettivi di sostenibilità», senza un indicatore. Dal 2018 la sostenibilità è entrata nella maggioranza dei piani annuali, ma resta difficile da verificare dall'esterno.

La relazione permette di verificare se l'obiettivo è stato raggiunto per il 22% degli obiettivi dei piani annuali, e per ancora meno in quelli di lungo termine.

Sono gli obiettivi per cui la relazione dichiara sia il valore da raggiungere (target) sia il risultato ottenuto; nei piani di lungo termine la quota è dell'11%. Delle 145 società con obiettivi dichiarati nel piano annuale, 15 indicano target e risultato per tutti gli obiettivi e 113 per nessuno; di queste 113, 47 dichiarano comunque il payout complessivo del bonus (paragrafo 6.3). La struttura del piano è quindi trasparente, la sua esecuzione molto meno.

Gli obiettivi strategici e quelli individuali sono per lo più descritti senza una misura numerica.

Gli obiettivi strategici, usati da 53 società con un peso mediano del 18%, sono tappe del piano industriale, misure operative o progetti organizzativi: metà sono milestone e il 14% ha un valore numerico. Quelli individuali, in 32 società con un peso mediano del 30%, restano quasi sempre un'etichetta («obiettivi personali», «valutazione qualitativa»). In 10 società le due famiglie valgono insieme almeno metà del bonus annuale: lì il bonus dipende in buona parte dal giudizio del consiglio, da motivare nella relazione.

LETTURA DELLE MISURE FINANZIARIE

L'EBITDA è l'obiettivo finanziario più usato, da 104 delle 156 società che dichiarano gli obiettivi.

Le società che lo usano sono quasi il doppio di quelle che usano qualunque altra misura: seguono i ricavi (55 società), la cassa o la posizione finanziaria netta (53), l'utile netto (40) e il risultato operativo (28). In 34 delle 104 l'EBITDA è dichiarato come adjusted, rettificato o normalizzato, cioè al netto di voci che la società stessa definisce: un elemento da tenere presente nel leggere il payout mediano del 100% (paragrafo 6.3). Nessuna di queste misure dice se l'azienda remunera il capitale: la redditività del capitale o, per le banche, l'efficienza (ROE, ROI, ROCE, cost/income) è un obiettivo in 24 società, per lo più finanziarie, e il TSR in 44. Il capitolo 6 verifica se il variabile pagato segue i risultati che contano per l'azionista.

LETTURA DEGLI OBIETTIVI DI SOSTENIBILITÀ

TABELLA 18 Obiettivi di sostenibilità nei piani STI e LTI per tema: società, numero di obiettivi, quota con un valore numerico dichiarato (soglia, target, massimo o consuntivo), quota descritta come milestone o progetto e quota delle società della riga che hanno il tema solo nel piano annuale, solo in quello di lungo termine o in entrambi – Esercizio 2025 (tutti i piani con KPI delle 156 società di diritto italiano; una società può usare più temi; i 4 sistemi misti STI+LTI contano come entrambi)

Tema dell'obiettivo ESG	Società	Obiettivi	Con un valore numerico dichiarato	Descritti come milestone o progetto	Solo STI	Solo LTI	STI e LTI
Sostenibilità in generale (piano ESG, «parametri ESG», iniziative)	71	135	18%	47%	58%	24%	18%
Emissioni, energia e clima	36	79	29%	19%	22%	58%	19%
Diversità e parità di genere	18	24	38%	12%	44%	56%	0%
Persone: clima aziendale, formazione, occupazione	17	34	29%	38%	47%	41%	12%
Rating e indici ESG	16	36	19%	42%	31%	62%	6%
Sicurezza sul lavoro	15	26	73%	0%	67%	27%	7%
Governance, compliance e reporting	13	24	17%	58%	77%	23%	0%
Ambiente: risorse, certificazioni, prodotto	10	22	36%	18%	70%	20%	10%
Clienti	4	16	6%	0%	25%	50%	25%
Altro	14	30	60%	27%	57%	21%	21%
Totale	119	426	29%	32%	40%	19%	40%

La classificazione per tema è fatta con parole chiave sul nome dell'obiettivo; i nomi che elencano più temi o non indicano un contenuto vanno in «sostenibilità in generale».

L'obiettivo di sostenibilità più frequente non dice che cosa misura: è la sostenibilità «in generale», in 71 delle 119 società con obiettivi ESG.

Seguono emissioni, energia e clima (36 società), parità di genere, persone, rating di sostenibilità di agenzie esterne e sicurezza sul lavoro (da 15 a 18 società ciascuno). La governance (13 società) compare quasi sempre come un adempimento: l'adozione di una policy, di un regolamento, di una certificazione. Le emissioni sono il tema più spesso affidato al lungo termine (78% delle società, da solo o insieme al piano annuale); governance, sicurezza e ambiente restano soprattutto nel bonus annuale.

Il quadro suggerisce un rischio di «ESG washing retributivo»: una parte del bonus, di norma fra il 10% e il 20%, legata a obiettivi generici o di adempimento, che per come sono scritti è difficile mancare. Fa eccezione la sicurezza sul lavoro, che si misura con un numero, come la frequenza degli infortuni, e quindi può non essere raggiunta.

Gli obiettivi di sostenibilità sono spesso progetti da completare più che risultati da misurare, a differenza di quelli finanziari.

Il 32% degli obiettivi di sostenibilità è descritto come milestone o progetto, contro il 2% di quelli finanziari. La quota di obiettivi con almeno un valore numerico dichiarato è però bassa in entrambe le famiglie: il 29% e il 33%. Fa eccezione la sicurezza sul lavoro, con un valore numerico per il 73% degli obiettivi: l'indice di frequenza degli infortuni è un numero che le società già pubblicano.

Gli obiettivi di sostenibilità sono più frequenti nelle società grandi, ma sono presenti anche nella maggioranza delle piccole.

Fra le società che dichiarano gli obiettivi, quelli di sostenibilità compaiono nell'86% delle società oltre 800 milioni di capitalizzazione, nell'88% di quelle del FTSE MIB e nel 60% di quelle sotto i 100 milioni; sono più diffusi nelle utilities e nell'industria, meno nei beni di consumo e nella tecnologia.

Mancare un obiettivo di sostenibilità riduce il bonus ma quasi mai lo azzera: funziona da condizione di accesso il 3% degli obiettivi ESG.

Con un peso del 18–20% e senza gate, un obiettivo di sostenibilità mancato riduce il bonus al massimo di circa un quinto, se i pesi sono additivi. Un obiettivo finanziario che funziona da gate, invece, se mancato lo azzera.

4.6

CEO e Dirigenti a confronto, dalle piccole alle grandi società

Il paragrafo riunisce le caratteristiche dei piani in sei schede, a coppie: per ciascuna delle tre fasce di capitalizzazione, il CEO e un Dirigente della stessa società, con i piani che un lettore troverebbe più spesso nelle relazioni di quel gruppo. Importi e scelte sono il valore mediano o la scelta più frequente del gruppo: la remunerazione fissa viene dalla Tabella 6, il variabile a target dai piani che lo dichiarano, obiettivi e pesi dai KPI dichiarati, le condizioni dalla politica di remunerazione, quanto accade «in un anno normale» dalla remunerazione ricevuta nel 2025 e dal payout dichiarato. Il massimo è il target moltiplicato per il rapporto mediano fra massimo e target nei piani del listino (da 1,4 a 1,5), perché combinare le mediane di gruppi diversi lo avvicinerebbe troppo al target. La riga «Chi è» descrive un profilo verosimile, non una persona o una società reale. Sotto i 100 milioni le basi sono piccole e le schede 1 e 2 vanno lette come un'indicazione. Importi in migliaia di euro.

SOCIETÀ SOTTO I 100 MILIONI DI CAPITALIZZAZIONE

SCHEDA 1

Il CEO

Amministratore Delegato di una società industriale quotata su Euronext Milan, capitalizzazione intorno ai 50 milioni, controllata dalla famiglia fondatrice, di cui non fa parte.

259	114	–	373
Remunerazione fissa in migliaia di euro	**Bonus annuale a target** 44% del fisso · massimo 171 (66%)	**Piano di lungo termine** non ce l'ha	**Remunerazione a target** di cui variabile 31%



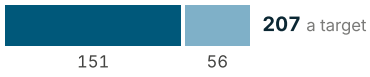
OBIETTIVI DEL BONUS	EBITDA consolidato rispetto al budget, 57%; «obiettivi di sostenibilità», 25%, senza indicatore; in qualche piano utile, cassa o obiettivi strategici.
REGOLE DEL BONUS	Tetto al massimo; gate sull'EBITDA in poco più di metà delle società come la sua; differimento raro.
PIANO DI LUNGO TERMINE (LTI)	Non ce l'ha. Esiste in meno di metà delle società del suo gruppo, in denaro o in azioni, triennale.
CONDIZIONI	Malus e clawback scritti nella politica.
IN UN ANNO NORMALE	Riceve il fisso; il bonus arriva meno spesso di quanto il piano lasci pensare: nel 2025 lo ha ricevuto un CEO su tre del suo gruppo. Se l'EBITDA manca il budget, dove c'è il gate il bonus è zero, altrove è ridotto.

SCHEDA 2

Il Dirigente con Responsabilità Strategiche

Direttore amministrazione e finanza della stessa società, dirigente da dodici anni, unico dirigente strategico indicato nella relazione.

151	56	–	207
Remunerazione fissa in migliaia di euro	**Bonus annuale a target** 37% del fisso · massimo 78 (52%) · c'è in due società su tre	**Piano di lungo termine** in una società su due	**Remunerazione a target** di cui variabile 27%



OBIETTIVI DEL BONUS	EBITDA consolidato, spesso come unico obiettivo.
REGOLE DEL BONUS	Gate sull'EBITDA e tetto in sette piani su dieci; differimento raro.
PIANO DI LUNGO TERMINE (LTI)	In una società su due: in azioni o in denaro, triennale; obiettivi EBITDA cumulato 80% e posizione finanziaria netta 20%.
CONDIZIONI	Malus e clawback.
IN UN ANNO NORMALE	Riceve il fisso e, se l'EBITDA raggiunge il budget, il bonus; se non lo raggiunge, nulla. Nel 2025 il bonus è arrivato al 57% dei dirigenti del gruppo.

Fisso · Bonus annuale a target · Piano di lungo termine a target

Barre in scala con la remunerazione a target del CEO della stessa fascia.

SCHEDE 1 E 2 Il piano tipo del CEO e dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche nelle società sotto i 100 milioni di capitalizzazione – Esercizio 2025 (in migliaia di euro)

Costruite con i valori mediani e le scelte più frequenti del gruppo.

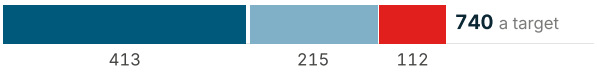
SOCIETÀ FRA 100 E 800 MILIONI DI CAPITALIZZAZIONE

SCHEDA 3

Il CEO

Amministratore Delegato di una società di beni di consumo quotata su Euronext STAR Milan, capitalizzazione intorno ai 300 milioni, con un azionista di controllo familiare al 54%.

413	215	112	740
Remunerazione fissa in migliaia di euro	**Bonus annuale a target** 52% del fisso · massimo 323 (78%)	**Piano di lungo termine a target** 27% del fisso	**Remunerazione a target** di cui variabile 44%



OBIETTIVI DEL BONUS	EBITDA consolidato rispetto al budget, 50%; «obiettivi di sostenibilità», 15%, in metà dei casi senza indicatore; in un piano su quattro ricavi, cassa o obiettivi strategici.
REGOLE DEL BONUS	Tetto al massimo; gate in sette società su dieci come la sua; differimento raro.
PIANO DI LUNGO TERMINE (LTI)	Ce l'ha, come tre società su quattro del suo gruppo: in azioni in due casi su tre, triennale, a target circa un quarto del fisso (27%). Obiettivi EBITDA, 50%, e sostenibilità, 20%; in un piano su tre il TSR, per lo più assoluto.
CONDIZIONI	Malus e clawback scritti nella politica.
IN UN ANNO NORMALE	Riceve il fisso e un bonus poco sotto il target: nel 2025 otto CEO su dieci del gruppo lo hanno ricevuto e, dove il payout è dichiarato, è maturato in mediana al 97% del target, in nessun caso a zero. Le azioni del piano pluriennale sono arrivate a un CEO su tre.

SCHEDA 4

Il Dirigente con Responsabilità Strategiche

Direttore commerciale della stessa società, uno dei tre dirigenti strategici indicati nella relazione.

158	63	52	273
Remunerazione fissa in migliaia di euro	**Bonus annuale a target** 40% del fisso · massimo 88 (56%)	**Piano di lungo termine a target** un terzo del fisso	**Remunerazione a target** di cui variabile 42%



OBIETTIVI DEL BONUS	EBITDA consolidato, 50%; in un piano su tre obiettivi individuali, che pesano metà del bonus; sostenibilità, 10%.
REGOLE DEL BONUS	Tetto al massimo; gate in sei società su dieci; differimento raro.
PIANO DI LUNGO TERMINE (LTI)	In tre società su quattro del gruppo: in azioni in sette casi su dieci, triennale, a target un terzo del fisso; obiettivi come quelli del CEO, EBITDA, sostenibilità e TSR.
CONDIZIONI	Malus e clawback.
IN UN ANNO NORMALE	Riceve il fisso e il bonus, più spesso del suo CEO: nel 2025 il bonus è arrivato al 92% dei dirigenti del gruppo.

Fisso · Bonus annuale a target · Piano di lungo termine a target

Barre in scala con la remunerazione a target del CEO della stessa fascia.

SCHEDE 3 E 4 Il piano tipo del CEO e dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche nelle società fra 100 e 800 milioni di capitalizzazione – Esercizio 2025 (in migliaia di euro)

La remunerazione a target somma fisso, bonus annuale e piano pluriennale a target.

SOCIETÀ OLTRE GLI 800 MILIONI DI CAPITALIZZAZIONE

SCHEDA 5

Il CEO

Amministratore Delegato di una società del FTSE MIB, capitalizzazione intorno ai 5 miliardi, primo azionista al 40%; è un manager, non un socio.

902	812	992	2.706
Remunerazione fissa in migliaia di euro	**Bonus annuale a target** 90% del fisso · massimo 1.218 (135%)	**Piano di lungo termine a target** 110% del fisso · massimo 1.389 (154%)	**Remunerazione a target** di cui variabile 67%



OBIETTIVI DEL BONUS	EBITDA, circa un terzo; obiettivi strategici, un quarto; sostenibilità, circa un quinto, con un indicatore in tre casi su quattro; per il resto cassa, ricavi o utile.
REGOLE DEL BONUS	Tetto al massimo; gate in sette società su dieci; in un piano su tre, spesso nelle banche e nelle assicurazioni, il 40% differito per quattro anni.
PIANO DI LUNGO TERMINE (LTI)	Ce l'ha, come tre società su quattro del gruppo: in azioni in due casi su tre, triennale; a target 992, pari al 110% del fisso; massimo 1.389 (154%). Obiettivi: TSR, 30%, confrontato con un paniere di società in due casi su tre; sostenibilità, 20%; utile o EBITDA e cassa.
CONDIZIONI	Malus e clawback; in un piano pluriennale su cinque l'obbligo di tenere le azioni dopo la maturazione.
IN UN ANNO NORMALE	Riceve il fisso, un bonus al target o poco sopra e le azioni del piano pluriennale: nel 2025 quasi nove CEO su dieci del gruppo hanno ricevuto un bonus, maturato in mediana al 102% del target, e il 70% ha ricevuto azioni. È il CEO la cui remunerazione è più spesso confrontata con il mercato, attraverso il TSR relativo.

SCHEDA 6

Il Dirigente con Responsabilità Strategiche

Direttore finanziario della stessa società, uno dei sei dirigenti strategici che la relazione indica, quasi sempre in forma aggregata.

312	253	312	877
Remunerazione fissa in migliaia di euro	**Bonus annuale a target** 81% del fisso · massimo 354 (113%)	**Piano di lungo termine a target** pari al fisso · massimo 468 (150%)	**Remunerazione a target** di cui variabile 64%



OBIETTIVI DEL BONUS	Gli stessi del CEO: EBITDA, circa un terzo; obiettivi strategici, un quarto; sostenibilità, circa un sesto; ricavi o cassa.
REGOLE DEL BONUS	Tetto al massimo; gate in sette società su dieci; differimento in un piano su tre, per lo più nelle società finanziarie.
PIANO DI LUNGO TERMINE (LTI)	In sette società su dieci del gruppo: in azioni in due casi su tre, triennale; a target 312, pari al fisso; massimo 468 (150%); obiettivi come quelli del CEO.
CONDIZIONI	Malus e clawback.
IN UN ANNO NORMALE	Riceve il fisso, il bonus e le azioni del piano pluriennale: nel 2025 il bonus è arrivato al 93% dei dirigenti del gruppo. Il suo fisso è circa un terzo di quello del CEO.

Fisso · Bonus annuale a target · Piano di lungo termine a target

Barre in scala con la remunerazione a target del CEO della stessa fascia.

SCHEDE 5 E 6 Il piano tipo del CEO e dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche nelle società oltre gli 800 milioni di capitalizzazione – Esercizio 2025 (in migliaia di euro)

Per le banche e le assicurazioni del gruppo valgono regole di vigilanza proprie, che la scheda non applica: nelle banche il variabile del personale più rilevante non può superare il fisso (il doppio con delibera dell'assemblea) e almeno il 40% è differito per quattro o cinque anni.

CAPITOLO 5

05

Trasparenza delle severance

IN SINTESI

60%	delle politiche prevede un trattamento di fine carica per il vertice
24 mesi	il tetto di prassi dell'indennità, di rado legato ai risultati
12	indennità pagate nel 2025 sulle 17 uscite del vertice, 9 da un accordo concluso all'uscita

I trattamenti di uscita comprendono le componenti economiche riconosciute al vertice esecutivo in occasione della cessazione dell'incarico o del rapporto. Ai fini dell'analisi, sono considerate le eventuali indennità, il trattamento del preavviso, i corrispettivi dei patti di non concorrenza e gli effetti della cessazione sui piani di incentivazione. La loro descrizione dovrebbe consentire agli azionisti di comprendere le condizioni di riconoscimento e di stimare l'esborso massimo potenziale per la società. Con il voto vincolante sulla politica di remunerazione, gli azionisti si esprimono sulle regole applicabili; con il voto consultivo sulla seconda sezione della relazione, valutano la rendicontazione degli eventuali trattamenti riconosciuti. La raccomandazione 27 del Codice di Corporate Governance prevede che la politica definisca regole chiare e predeterminate per le eventuali indennità in caso di cessazione del rapporto di amministrazione, fissando un limite massimo alla somma complessivamente erogabile, espresso come importo o numero di anni di remunerazione. Prevede inoltre che l'indennità sia esclusa quando la cessazione dipende dal raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati. La raccomandazione 31 disciplina invece l'informativa al mercato in occasione della cessazione, richiedendo un comunicato con informazioni dettagliate sui trattamenti attribuiti e sulla loro conformità alla politica di remunerazione. Nel dicembre 2025, con una lettera alle società quotate, il Presidente del Comitato italiano per la Corporate Governance le ha invitate a verificare le previsioni sulle indennità di fine carica nelle politiche votate dal 2026 e a integrarle con limiti massimi e parametri chiari quando non risultano misurabili[2, 3].

Per ciascuna delle 186 società del panel l'analisi legge la politica della Sezione I con i pagamenti della Sezione II. La lettura congiunta consente una verifica più ampia della disclosure su tutti gli elementi del modello, distingue le politiche che escludono l'indennità da quelle che non ne fissano le regole e mostra quali voci comprenda il tetto. Consente inoltre di contare le politiche che escludono o riducono l'indennità per risultati inadeguati, il caso in cui la raccomandazione 27 del Codice ne chiede l'esclusione, e di ricostruire se le indennità pagate nel 2025 derivino da una clausola concordata in anticipo o da un accordo concluso al momento dell'uscita.

5.1

Dati e metodo

La trasparenza della disclosure è misurata con dieci elementi, cinque per ciascuna sezione della relazione sulla remunerazione, valutati in modo indipendente.

L'analisi riguarda le 186 società quotate del panel, 175 di diritto italiano e 11 di diritto estero, e il loro vertice esecutivo, cioè il CEO, il direttore generale e il presidente che è anche CEO. La fonte è la relazione sulla remunerazione pubblicata nel 2026 sull'esercizio 2025, nella quale la Sezione I descrive la politica e la Sezione II le remunerazioni pagate[4]. Nel testo il «trattamento di fine carica» è la regola scritta nella politica, l'«indennità» la somma prevista o pagata alla cessazione e il «tetto» il limite che la politica fissa all'indennità.

Per ogni società si verifica se la politica di remunerazione dichiara cinque elementi, cioè l'esistenza del trattamento, il tetto, la base di calcolo, le informazioni sulla tipologia di leaver (good o bad) e l'inclusione della clausola sul patto di non concorrenza. Per ogni uscita si verifica se la Sezione II della relazione sulla remunerazione dichiara altri cinque elementi, cioè l'importo, la forma del pagamento, il criterio di determinazione, la sorte degli incentivi in essere e le altre condizioni dell'uscita. Ogni elemento dichiarato vale un punto, e il punteggio da 0 a 5 colloca la società o l'uscita nella fascia piena (5), alta (4), media (2 o 3) o bassa (0 o 1). I due punteggi sono indipendenti, per cui una società può ottenere punti sulla politica e nessuno sui pagamenti, o il contrario. La Tabella 19 riporta gli elementi e le regole seguite nei casi dubbi.

Le politiche per ogni società sono poi divise in quattro categorie, secondo che prevedano un trattamento, lo escludano, lo lascino possibile senza fissarne le regole o non trattino il tema. Le fasce sono calcolate su tutte le 186 società, quindi anche su quelle che escludono il trattamento, non ne fissano le regole o non trattano il tema. Queste società ricadono nella fascia bassa anche quando l'esclusione è esplicita, e per questo la fascia va letta insieme alla categoria. Le cause che escludono l'indennità sono rilevate a parte e non entrano nel punteggio.

Le uscite sono le 17 cessazioni dalla società riportate nelle relazioni, compresa una di fine 2024 pagata nel 2025. Non sono contati i cambi di ruolo di chi resta nel

2 Comitato italiano per la Corporate Governance, Codice di Corporate Governance, 2020, raccomandazioni 27 e 31. La raccomandazione 27, lettera f, riguarda le regole e il limite dell'indennità di cessazione degli amministratori esecutivi e la sua esclusione per risultati obiettivamente inadeguati, la raccomandazione 31 il comunicato diffuso alla cessazione di un amministratore esecutivo o di un direttore generale.

3 Comitato italiano per la Corporate Governance, lettera del Presidente alle società quotate del 18 dicembre 2025. La lettera invita a verificare le previsioni su erogazioni straordinarie e indennità di fine carica, a integrarle con limiti massimi e parametri chiari quando non risultano misurabili e a darne conto nella relazione sul governo societario.

4 Consob, Regolamento Emittenti, Allegato 3A, Schema 7-bis. La Sezione I descrive la politica sui trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica, la Sezione II riporta i compensi corrisposti, comprese le indennità, con le informazioni necessarie a ricostruirle.

TABELLA 19 **Il modello di valutazione della trasparenza sulla severance – Esercizio 2025 (186 società)**

Elemento	Che cosa si rileva	Regola nei casi dubbi
POLITICA DI REMUNERAZIONE (SEZIONE I)		
Esistenza del trattamento	La politica prevede per il vertice un trattamento alla cessazione, anche per rinvio al contratto collettivo	Un'esclusione, anche con la salvezza di legge e contratto collettivo, vale come assenza
Tetto	Un limite all'indennità, in mesi o annualità di remunerazione o in euro	Vale anche un importo predeterminato, comprese le quote annue di fine mandato
Base di calcolo	La remunerazione su cui si calcola l'indennità	–
Tipologia di leaver (good o bad)	Effetti diversi secondo le circostanze della cessazione	Vale anche se la distinzione riguarda solo gli incentivi
Clausola sul patto di non concorrenza	Durata, corrispettivo o perimetro del patto	Non vale la sola facoltà di stipularlo
COMPENSI CORRISPOSTI (SEZIONE II)		
Importo	La somma riconosciuta al vertice uscente	Vale anche la dichiarazione che nulla è stato pagato
Forma del pagamento	Denaro, azioni o altre forme	La sola indicazione dei tempi non basta
Criterio di determinazione	Il metodo con cui l'importo è stato determinato	Serve una formula, le mensilità, una scomposizione per titolo o il rinvio a una clausola
Incentivi in essere	La sorte dei piani di incentivazione non ancora maturati	–
Altre condizioni	Preavviso, patto di non concorrenza, rinunce e altre clausole dell'uscita	–

Ogni elemento dichiarato vale un punto. Le fasce sono piena (5 punti), alta (4), media (2 o 3) e bassa (0 o 1).

consiglio, anche quando comportano un pagamento, e una cessazione che la relazione non conferma.

L'obiettivo è una fotografia del mercato italiano nell'esercizio 2025. Le fasce hanno valore descrittivo e registrano quanto le relazioni dichiarano, senza valutare la qualità delle scelte, sicché un tetto di 36 mesi vale quanto uno di 12. I dati riguardano un solo esercizio e poche uscite verificate, e per i pagamenti si guarda alla sola relazione sulla remunerazione, senza i comunicati diffusi al mercato alla cessazione.

5.2

Che cosa prevedono le politiche

Sei politiche su dieci prevedono un trattamento di fine carica, e più di una su quattro lascia la questione aperta o non la affronta.

Nella Tabella 20, accanto alle 112 politiche che prevedono un trattamento (60%), le 22 che escludono indennità oltre quanto dovuto per legge e contratto collettivo (12%) fissano un vincolo che l'azionista può verificare. Le 45 che non escludono il trattamento, senza fissarne le regole (24%), formano il gruppo più delicato. In 26 di esse la politica ammette espressamente che un'indennità o un accordo siano definiti al momento dell'uscita, oppure include il trattamento fra gli elementi a cui il consiglio può derogare. Chi approva queste 26 politiche accetta un impegno di cui non può stimare l'entità, rinviato a una trattativa con il vertice uscente. Le 7 politiche senza indicazioni sono il 4%. Nel complesso, le politiche che non offrono all'azionista un limite verificabile sono 59, il 32%, cioè le 45 che non fissano le regole del trattamento, le 7 senza indicazioni e le 7 che lo prevedono senza tetto.

TABELLA 20 **Che cosa dicono le politiche sul trattamento di fine carica del vertice esecutivo – Esercizio 2025 (186 società)**

Che cosa prevede la politica per il vertice	Società	Quota
Prevede un trattamento di fine carica	112	60%
Esclude indennità oltre legge e contratto collettivo	22	12%
Non esclude il trattamento, senza fissarne le regole	45	24%
Non contiene indicazioni sul tema	7	4%
Totale	*186*	*100%*

La Tabella 21 riporta i cinque elementi su cui si calcolano le fasce. L'esistenza del trattamento è dichiarata da 112 società su 186 (60%). Fra queste il tetto e la base di calcolo sono dichiarati quasi ovunque, in 105 casi ciascuno (94%), la disclosure sulla tipologia di leaver compare in 91 politiche (81%) e la clausola sul patto di non concorrenza in 59 (53%), cui si aggiungono 6 società che la dichiarano senza prevedere un trattamento. Tutti e cinque gli elementi sono dichiarati da 50 società, il 27% del panel e il 45% di quelle che prevedono un trattamento. Alla luce della raccomanda-

zione 27 del Codice, quasi tutte le società che regolano il trattamento ne dichiarano un limite, e la questione aperta riguarda il suo confine, cioè quali voci vi rientrino. La clausola sul patto di non concorrenza risente della regola di codifica, che non conta la sola facoltà di stipulare il patto. Questa facoltà è frequente nelle politiche che rinviano ai requisiti del codice civile o al tetto complessivo, e con una lettura più larga la quota salirebbe.

TABELLA 21 I cinque elementi della politica sul trattamento di fine carica del vertice – Esercizio 2025 (186 società)

Elemento dichiarato	Società su 186	Quota	Fra le 112 che prevedono un trattamento
Esistenza del trattamento	112	60%	–
Tetto	105	56%	105 (94%)
Base di calcolo	105	56%	105 (94%)
Tipologia di leaver (good o bad)	91	49%	91 (81%)
Clausola sul patto di non concorrenza	65	35%	59 (53%)
Tutti e cinque gli elementi	50	27%	50 (45%)

Tetto, base di calcolo e tipologia di leaver si applicano solo alle società che prevedono un trattamento. La clausola sul patto di non concorrenza è dichiarata anche da 6 società che non prevedono un trattamento.

5.3

Trasparenza delle politiche

Quattro società su dieci ricadono nella fascia bassa, quasi sempre perché la politica non prevede un trattamento, e più di un quarto di esse lo esclude in modo esplicito.

Con le fasce calcolate su tutte le società, la Tabella 22 colloca 50 politiche nella fascia piena (27%), 44 nell'alta (24%), 15 nella media (8%) e 77 nella bassa (41%). La fascia bassa riunisce le 45 società che non fissano le regole del trattamento, le 22 che lo escludono, le 7 senza indicazioni e appena 3 che prevedono un trattamento. Le 22 esclusioni esplicite vi ricadono per costruzione, pur dando all'azionista un'informazione chiara. Le 45 politiche che non fissano le regole del trattamento lasciano invece al consiglio un margine non misurabile. Fra le 112 politiche che prevedono un trattamento 94 raggiungono la fascia piena o alta (84%), e chi sceglie di regolare la materia la descrive in larga parte.

All'interno dello stesso mercato, la scelta di prevedere un trattamento varia molto con l'assetto proprietario, la completezza della descrizione molto meno. Prevede un trattamento il 50% delle società a controllo familiare, il 60% di quelle con altri assetti, l'87% di quelle a controllo pubblico e il 93% di quelle ad azionariato diffuso. La fascia bassa raccoglie 56 delle 109 società familiari (51%), e 18 di queste escludono l'indennità in modo esplicito. Fra le società che prevedono un trattamento la fascia piena o alta riguarda 42 politiche su 55 nel controllo familiare (76%), 11 su 13 nell'azionariato diffuso (85%), 22 su 24 negli altri assetti (92%) e 19 su 20 nel controllo pubblico (95%). Delle 45 politiche che non fissano le regole del trattamento, 31 appartengono a società familiari, il 69% a fronte di un peso sul panel del 59%.

Una spiegazione possibile riguarda l'esposizione del vertice al rischio di revoca. In uno studio su società statunitensi la severance concordata in anticipo risulta più alta dove quel rischio e il suo costo per il vertice sono maggiori[5]. Nelle società a controllo familiare il vertice può appartenere alla famiglia o goderne la fiducia diretta, e la protezione contrattuale può apparire meno necessaria. Il meccanismo si adatta meglio alle esclusioni che alle politiche aperte a un accordo all'uscita, nelle quali un pagamento resta possibile e lo decide il consiglio espresso dall'azionista di controllo. Resta un'ipotesi, da verificare rilevando quando il vertice coincide con la proprietà. Le quote dell'azionariato diffuso e del controllo pubblico, inoltre, poggiano su 14 e 23 società.

5 B. D. Cadman, J. L. Campbell e S. Klasa, Are ex ante CEO severance pay contracts consistent with efficient contracting?, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2016. Su società statunitensi la severance contrattata prima è più alta dove il CEO corre un rischio maggiore di revoca e dove la revoca gli costerebbe di più, e si associa a maggiore assunzione di rischio e a investimenti a valore attuale netto positivo, risultati che gli autori leggono come coerenti con un contratto efficiente. Lo studio offre il meccanismo da cui muove l'ipotesi sulle società a controllo familiare.

TABELLA 22 **Fasce di trasparenza della politica, in totale e per assetto proprietario – Esercizio 2025 (186 società, quote sulle società di ciascun gruppo)**

Assetto proprietario	Società	Prevedono un trattamento	Piena	Alta	Media	Bassa
Tutte le società	186	112 (60%)	27%	24%	8%	41%
Controllo familiare	109	55 (50%)	18%	20%	10%	51%
Controllo pubblico	23	20 (87%)	30%	52%	4%	13%
Azionariato diffuso	14	13 (93%)	71%	7%	14%	7%
Altri assetti	40	24 (60%)	33%	23%	3%	43%

La fascia bassa comprende tutte le società che non prevedono un trattamento e 3 che lo prevedono.

5.4

Tetti e cause di esclusione

La prassi del mercato prevede un tetto di 24 mesi di remunerazione, fissa o complessiva, mentre solo 19 politiche su 112 escludono o riducono l'indennità per risultati obiettivamente inadeguati.

Secondo la Tabella 23, delle 89 politiche che esprimono il tetto in mesi di remunerazione, 68 lo fissano a 24 mesi (76%), 10 restano al di sotto e 11 lo superano, con valori compresi fra 3 e 36 mesi. Altre 23 esprimono il limite in altra forma o non lo indicano. Il multiplo di 24 mesi copre però grandezze diverse. In 50 delle 68 politiche a 24 mesi la base comprende fisso e variabile, in 13 il solo fisso, e per un vertice con una componente variabile ampia le due formule possono distare di molto.

Il valore del tetto dipende anche dalle voci che vi rientrano. Fra le stesse 68 politiche, 25 includono nel tetto l'indennità sostitutiva del preavviso, 20 la aggiungono e 23 non lo precisano. Il corrispettivo del patto di non concorrenza è compreso in 21, si aggiunge in 9 e non è indicato in 38. Per effetto del solo preavviso, in 43 politiche su 68 il massimo dovuto può superare il tetto dichiarato o non si ricava dal testo.

TABELLA 23 **Tetto dell'indennità di fine carica del vertice per base di calcolo – Esercizio 2025 (112 società che prevedono un trattamento)**

Tetto in mesi di remunerazione	Politiche	Su fisso e variabile	Sul solo fisso	Altra base o non indicata
Meno di 24 mesi	10	4	6	0
24 mesi	68	50	13	5
Oltre 24 mesi (fino a 36)	11	5	2	4
Espresso in altra forma o non indicato	23	1	4	18
Totale	*112*	*60*	*25*	*27*

Due annualità corrispondono a 24 mesi. Le altre forme sono importi in euro, quote annue di fine mandato, il residuo del mandato o il rinvio al contratto collettivo.

La Tabella 24, riferita alla sola indennità, misura la distanza dalla seconda condizione della raccomandazione 27 del Codice, che per risultati obiettivamente inadeguati chiede di escludere l'indennità. Il conteggio comprende anche le politiche che si limitano a ridurla, e indica quindi un massimo. Quelle che escludono o riducono l'indennità per risultati obiettivamente inadeguati sono 19 (17%), e 10 di esse indicano anche altre cause. Quelle che la escludono per giusta causa, dimissioni volontarie o comportamenti da bad leaver sono 73 (65%), e per 63 di esse, il 56% delle 112, sono le sole cause previste. Le altre 30 (27%) non indicano alcuna causa di esclusione. Sul mancato rinnovo della carica, che per un amministratore coincide con la scadenza ordinaria del mandato, 77 politiche tacciono (69%), 29 riconoscono l'indennità e 6 la escludono.

Le cause ridimensionano il dato sulla tipologia di leaver, che il modello conta in 91 politiche perché registra qualunque distinzione degli effetti secondo le circostanze della cessazione, anche quando riguarda soltanto gli incentivi. Riferite alla sola indennità, le cause di esclusione compaiono in 82 politiche e riguardano quasi sempre il modo in cui il rapporto si chiude, cioè la giusta causa o le dimissioni. Nelle 93 politiche che non legano l'indennità ai risultati, un vertice revocato senza giusta causa dopo risultati deludenti conserva, secondo il testo, il diritto all'indennità. La severance delle società del panel è quindi disegnata soprattutto come protezione dal rischio di revoca, e la condizione che la raccomandazione 27 del Codice pone sui risultati rimane l'eccezione.

TABELLA 24 **Cause che escludono l'indennità di fine carica del vertice e trattamento del mancato rinnovo – Esercizio 2025 (112 società che prevedono un trattamento)**

Che cosa dice la politica sull'indennità del vertice	Politiche	Quota sulle 112
La esclude o la riduce per risultati obiettivamente inadeguati	19	17%
La esclude per giusta causa, dimissioni volontarie o bad leaver	73	65%
Non indica alcuna causa di esclusione	30	27%
La riconosce in caso di mancato rinnovo della carica	29	26%
La esclude in caso di mancato rinnovo	6	5%
Non dice nulla sul mancato rinnovo	77	69%

Le prime due righe non si escludono a vicenda. Le clausole che riguardano solo gli incentivi non sono contate.

5.5

Uscite del 2025

Delle 17 uscite del vertice riportate nelle relazioni sul 2025, 12 si sono chiuse con un'indennità e 9 di queste nascono da un accordo concluso al momento dell'uscita.

Le 17 uscite della Tabella 25 riguardano 16 società. Le 12 indennità, in 11 società, valgono in tutto 27,6 milioni di euro, con una mediana di 1,6 milioni, e 8 superano 1 milione di euro. Altre 3 uscite si sono chiuse con le sole spettanze di legge o di contratto, per 0,9 milioni di euro, e 2 senza alcun pagamento. Quasi tutte le indennità seguono una risoluzione consensuale o dimissioni regolate da un accordo. Per chi valuta il pagamento la risoluzione consensuale ha un costo informativo, perché non chiarisce se la separazione sia stata voluta dal consiglio o dal vertice uscente.

Di queste indennità, 3 applicano una clausola concordata prima dell'uscita e 9 nascono da un accordo concluso all'uscita, e in 2 casi la relazione dichiara che il consiglio ha approvato l'accordo in deroga alla politica. Un importo fissato prima dell'uscita spiega quindi un quarto delle indennità pagate nel 2025, e per gli altri tre quarti l'azionista deve risalire alle ragioni dell'accordo. Il confronto fra l'accordo e la regola in vigore al momento dell'uscita resta difficile, perché la Sezione I esaminata contiene di norma la politica proposta per l'esercizio successivo, talvolta già riferita al nuovo vertice.

La letteratura distingue i pagamenti che applicano un contratto concluso in anticipo dalle somme aggiunte in modo discrezionale al momento dell'uscita, e mostra che queste ultime possono avere funzioni diverse secondo che la separazione sia voluta dal consiglio o dal vertice uscente. Gli accordi conclusi all'uscita si possono quindi valutare solo conoscendo le circostanze della separazione[6,7].

TABELLA 25 **Uscite del vertice esecutivo e pagamenti – Esercizio 2025 (17 uscite in 16 società)**

Uscite del vertice esecutivo dalla società	Uscite	Importo (milioni di euro)
Con un'indennità	12	27,6
di cui da una clausola concordata prima dell'uscita	3	
di cui da un accordo concluso all'uscita	9	
Con le sole spettanze di legge o di contratto	3	0,9
Senza alcun pagamento	2	–
Totale	*17*	*28,5*

La mediana delle 12 indennità è di 1,6 milioni di euro.

Secondo la Tabella 26, per tutte le 17 uscite la relazione dichiara l'importo o l'assenza di pagamenti. Gli elementi più deboli sono la forma del pagamento, dichiarata in 5 uscite su 17, e il criterio di determinazione, in 8. Il criterio di determinazione compare in tutte e 3 le clausole concordate prima e in 4 dei 9 accordi, e manca quindi soprattutto dove l'importo nasce da una trattativa. Con le fasce calcolate su tutte le uscite (Tabella 27), 3 sono in fascia piena, 2 in alta, 8 in media e 4 in bassa, con un punteggio medio di 2,88. Sulle sole indennità, 4 su 12 sono in fascia piena o alta e la media sale a 3,08. Lo scarto dipende in parte dalla costruzione del punteggio, perché nelle 2 uscite senza alcun pagamento la forma del pagamento non ha oggetto e non dà punti.

6 P. R. Rau e J. Xu, How do ex ante severance pay contracts fit into optimal executive incentive schemes?, Journal of Accounting Research, 2013. Su oltre 3.600 accordi in 808 società statunitensi la severance ex ante risulta una componente del disegno degli incentivi, e i pagamenti effettivi seguono in larga parte i termini fissati prima. Lo studio sostiene la lettura delle indennità che derivano da una clausola concordata in anticipo.

7 E. M. Goldman e P. P. Huang, Contractual vs. actual separation pay following CEO turnover, Management Science, 2015. Fra i CEO uscenti dell'S&P 500 una parte rilevante riceve un pagamento discrezionale oltre quanto previsto dal contratto concluso in anticipo. Nelle uscite forzate il pagamento appare coerente con l'interesse degli azionisti, in quelle volontarie è più alto dove la governance interna è più debole. Lo studio sostiene la distinzione fra quanto dovuto per una clausola concordata in anticipo e le somme aggiunte con un accordo concluso all'uscita.

TABELLA 26 **Elementi dichiarati nella relazione sulla remunerazione per le uscite del vertice esecutivo – Esercizio 2025 (conteggi)**

Elemento dichiarato nella relazione	Tutte le uscite	Uscite con indennità
Importo	17 su 17	12 su 12
Forma del pagamento	5 su 17	5 su 12
Criterio di determinazione	8 su 17	7 su 12
Incentivi in essere	10 su 17	7 su 12
Altre condizioni	9 su 17	6 su 12

Nelle uscite senza pagamento la forma del pagamento non ha oggetto e non dà punti.

TABELLA 27 **Fasce di trasparenza del pagamento nelle uscite del vertice esecutivo – Esercizio 2025 (conteggi)**

Fascia di trasparenza del pagamento	Tutte le uscite	Uscite con indennità
Piena (5 elementi)	3	3
Alta (4)	2	1
Media (2 o 3)	8	6
Bassa (0 o 1)	4	2
Totale	*17*	*12*
Punteggio medio	*2,88*	*3,08*

Le fasce sono calcolate sui cinque elementi della Tabella 26.

5.6

Che cosa ne ricava chi valuta le politiche

Le indicazioni per il Comitato per la Corporate Governance, i consigli e gli investitori riguardano il confine dei tetti, la condizione dei risultati, la trasparenza delle informazioni sui pagamenti e il peso degli accordi conclusi all'uscita.

La prima implicazione riguarda i tetti. Il limite di 24 mesi è la prassi del mercato, e la raccomandazione europea sulla remunerazione degli amministratori indica come riferimento due annualità della sola componente fissa[8]. Rispetto a questo riferimento, 50 delle 68 politiche a 24 mesi calcolano il tetto anche sul variabile, e altre 11 politiche superano i 24 mesi. Un limite di 24 mesi diventa misurabile quando la politica dichiara la base su cui si calcola, se comprende il preavviso e il corrispettivo del patto di non concorrenza e quali somme possono aggiungersi con accordi separati. La verifica chiesta dalla lettera del dicembre 2025 riguarda in primo luogo le 45 politiche che non fissano le regole del trattamento, prive di un limite massimo, e si estende ai tetti dichiarati, perché in 43 delle 68 politiche a 24 mesi il preavviso può aggiungere un costo o lascia indeterminato il massimo.

La seconda riguarda la condizione dei risultati. I comitati per la remunerazione possono riferire questa condizione direttamente all'indennità e definire in anticipo quando i risultati siano inadeguati. Nelle politiche esaminate quelle che escludono o riducono l'indennità per risultati obiettivamente inadeguati, il caso in cui la raccomandazione 27 del Codice ne chiede l'esclusione, sono 19, contro le 105 che ne fissano il tetto. Una clausola che fa decadere gli incentivi del bad leaver conta nel modello come informazione sulla tipologia di leaver anche quando lascia intatto il diritto all'indennità. Per gli investitori la clausola sui risultati offre un criterio di voto più selettivo sia del tetto sia dell'informazione sulla tipologia di leaver.

La terza riguarda la trasparenza delle informazioni sui pagamenti nella relazione sulla remunerazione, perché per meno della metà degli accordi conclusi all'uscita la relazione spiega come sia stato determinato l'importo. Una Sezione II che riconduca ogni pagamento alla regola approvata e distingua la parte dovuta per contratto dalle concessioni aggiunte darebbe al voto consultivo un oggetto preciso, tanto più se riconciliabile con la politica e con il comunicato della raccomandazione 31 del Codice. L'esigenza riguarda anche le società che escludono l'indennità o non ne fissano le regole, perché pure in quelle società un accordo all'uscita resta possibile in deroga alla politica.

La quarta riguarda gli accordi conclusi all'uscita, da cui nascono 9 delle 12 indennità pagate nel 2025, sicché la regola fissata prima ha determinato solo 3 dei 12 pagamenti. La politica può ridurre questa distanza indicando anche per gli accordi all'uscita un limite massimo, le componenti ammesse e la procedura di approvazione, in modo che l'azionista possa riconoscere nel pagamento la regola che ha votato.

Il limite principale resta l'estensione a un solo esercizio, con 17 uscite. Una serie pluriennale permetterebbe di verificare se le politiche approvate nelle prossime assemblee accolgano l'invito del Comitato e se gli accordi conclusi all'uscita restino la via prevalente. Permetterebbe anche di collegare la trasparenza della severance al dissenso assembleare esaminato nel capitolo 7, per stabilire se le politiche che lasciano aperto il costo dell'uscita raccolgano più voti contrari.

8 Commissione europea, Raccomandazione 2009/385/CE del 30 aprile 2009, punto 3.5. I pagamenti di fine contratto non dovrebbero superare un importo fisso o un numero fisso di annualità della remunerazione, in generale non più di due anni della componente non variabile, e non dovrebbero essere corrisposti se la cessazione è dovuta a risultati inadeguati.

CAPITOLO 6

06

Pay for performance

IN SINTESI

43%	delle differenze di remunerazione complessiva fra i CEO delle 120 società non finanziarie dipende dalla sola dimensione della società (i ricavi)
79 su 120	in due casi su tre il variabile dei CEO va nella stessa direzione dei risultati, alto con risultati buoni, basso con risultati inferiori alla mediana

Il capitolo confronta quanto hanno ricevuto i CEO di 149 società di diritto italiano con i risultati delle loro società. Nelle 120 non finanziarie il variabile segue i risultati più spesso di quanto farebbe il caso; la remunerazione complessiva, invece, dipende soprattutto dalla dimensione dell'impresa, e circa metà delle differenze fra società resta senza una spiegazione misurabile. Il paragrafo 6.1 confronta il variabile con i risultati, il 6.2 chiede che cosa decide la remunerazione complessiva, il 6.3 legge quanto i piani dichiarano di aver pagato rispetto al target, il 6.4 raccoglie le società finanziarie e il 6.5 propone una lettura dei risultati con le neuroscienze.

I risultati sono due. Il ROE (return on equity) è l'utile netto 2025 di pertinenza del gruppo diviso il patrimonio netto medio dell'anno: dice quanto ha reso il capitale degli azionisti, ed è il risultato contabile che conta per l'azionista, anche se i bonus annuali sono legati soprattutto all'EBITDA (paragrafo 4.5). Il TSR a tre anni (total shareholder return) è quanto ha guadagnato ogni anno, in media fra il 2023 e il 2025, chi possedeva l'azione, fra prezzo e dividendi: è il risultato di mercato a cui i piani di lungo termine sono di solito legati. Il rendimento di Borsa del solo 2025 non è usato: quasi nessun piano annuale lega il bonus al prezzo dell'azione (4 società su 157, Tabella 16), e il 2025 è stato per la Borsa italiana un anno eccezionale, con un rendimento mediano del +26% contro +9% nel 2023 e +6% nel 2024.

Il variabile è tutto ciò che il CEO ha ricevuto nel 2025 oltre al fisso: variabile in denaro più il fair value di competenza dei piani azionari (capitolo 2), che comprende anche quote di assegnazioni di anni precedenti. È espresso in euro per 100 euro di fisso ed è letto sul CEO mediano, cioè quello a metà della classifica del suo gruppo, contando anche chi non ha ricevuto nulla.

Il perimetro è di 149 società, con un vertice esecutivo per società: il CEO in carica a fine esercizio o, dove non c'è, il Presidente e CEO. Delle 159 società con uno di questi ruoli, 10 escono perché manca il TSR a tre anni (quotate da meno di tre anni), un ROE utilizzabile (patrimonio netto negativo) o la remunerazione fissa. Le 120 società non finanziarie sono lette a parte dalle 29 finanziarie, che hanno regole e risultati propri (paragrafo 6.4).

Le definizioni che seguono valgono per tutto il capitolo.

Sopra e sotto la mediana (tabelle). Per ciascun risultato le società sono messe in classifica dal valore più basso al più alto e divise a metà. Fra le non finanziarie sono sopra la mediana sul ROE le 60 società con il ROE 2025 più alto, oltre il valore mediano di circa il 9%, e sul TSR le 60 con il TSR a tre anni più alto, oltre il valore mediano di circa il 9% l'anno; le altre 60 sono sotto la mediana.

Sopra e sotto la mediana (matrici). Ogni società riceve due posizioni da 0 a 100, una nella classifica del ROE e una nella classifica del TSR a tre anni (0 è la società con il valore più basso, 100 quella con il più alto), e se ne fa la media: è la sua posizione nei risultati. È sopra la mediana la società con una media sopra 50. Per esempio, una società alla posizione 80 sul ROE e 40 sul TSR ha una media di 60 ed è sopra la mediana. In pratica, fra le non finanziarie, le 40 società sopra la metà su entrambi i risultati sono sempre sopra la mediana, le 40 sotto la metà su entrambi sono sempre sotto, e le 40 sopra la metà su un risultato e sotto sull'altro si dividono secondo quanto sono lontane dalla metà.

Variabile alto, variabile basso. Il variabile del CEO è confrontato con il valore mediano del gruppo, cioè quello del CEO a metà della classifica: 69 euro per 100 euro di fisso fra le non finanziarie (77 su tutti i CEO, comprese le finanziarie, Tabella 12). È alto se supera il valore mediano, basso altrimenti. Per esempio, un CEO con 500 mila euro di fisso e 400 mila di variabile ha 80 euro di variabile per 100 euro di fisso: fra le non finanziarie è un variabile alto.

Pagati di più, pagati di meno. La remunerazione complessiva del CEO (fisso, variabile in denaro e fair value di competenza delle azioni) è confrontata con la remunerazione mediana dei CEO delle dieci società più vicine per ricavi, le «società simili». Il CEO è pagato di più se riceve più di questo valore, di meno altrimenti. Per esempio, se i CEO delle dieci società con ricavi più vicini ricevono in mediana 700 mila euro, un CEO che ne riceve 900 mila è pagato di più: 1,3 volte i CEO delle società simili.

A parità di dimensione. Le stesse definizioni applicate dentro ciascuna fascia di ricavi: la metà e il valore mediano sono quelli delle società della fascia (variabile mediano: 1 euro per 100 euro di fisso sotto i 100 milioni di ricavi, 64 fra 100 e 800 milioni, 166 oltre).

6.1 Variabile e risultati: la fotografia

Nelle 120 società non finanziarie il variabile del CEO segue i risultati anche fra società della stessa fascia di ricavi: in 73 è alto dove i risultati sono sopra la mediana e basso dove sono sotto. A parità di dimensione, però, le differenze di importo fra le due metà non sono statisticamente significative.

Le tabelle confrontano le due metà di società un risultato alla volta; le matrici incrociano, società per società, la posizione nei due risultati con il variabile. Se il variabile seguisse sempre i risultati, tutte le società starebbero sulla diagonale, nelle caselle «variabile basso, risultati sotto la mediana» e «variabile alto, risultati sopra»; se non avesse alcun legame con i risultati, ne starebbe circa la metà.

LETTURA PER RISULTATO

TABELLA 28 Variabile del CEO nella metà di società sotto la mediana dei risultati e nella metà sopra – Esercizio 2025 (120 società non finanziarie, 60 per metà)

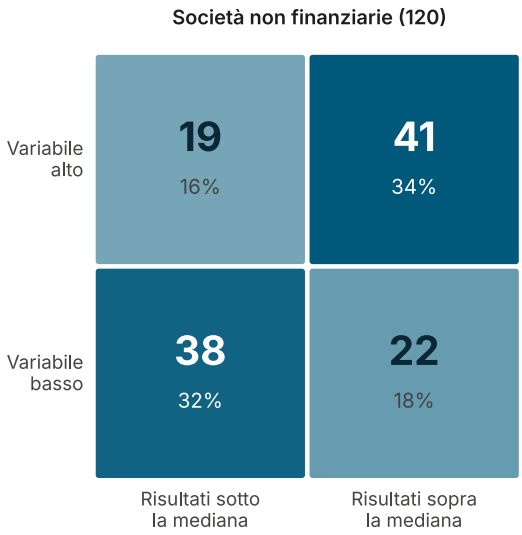
	RISULTATO MEDIANO		VARIABILE DEL CEO PER 100 EURO DI FISSO		CEO CON UN VARIABILE		SOCIETÀ OLTRE 800 M€ DI RICAVI	
Risultato	Metà sotto	Metà sopra	Metà sotto	Metà sopra	Metà sotto	Metà sopra	Metà sotto	Metà sopra
ROE 2025	+3%	+15%	31	97	70%	85%	22%	55%
TSR a tre anni (media annua)	−4%	+22%	33	99	72%	83%	23%	53%

Il variabile è la somma del variabile in denaro e del fair value di competenza delle azioni nel 2025, in euro per 100 euro di fisso, letto sul CEO a metà della classifica del gruppo, contando anche chi non ha ricevuto nulla. Le ultime due colonne indicano la quota di società di ciascuna metà che superano gli 800 milioni di ricavi.

Il CEO mediano riceve molto più variabile nelle società non finanziarie sopra la mediana dei risultati, ma queste sono anche più spesso società grandi, che pagano di più.

Nella metà sopra la mediana il CEO mediano ha ricevuto 97 euro di variabile per 100 euro di fisso sul ROE e 99 sul TSR a tre anni, contro 31 e 33 nella metà sotto la mediana. Anche la quota di CEO che hanno ricevuto un variabile è più alta sopra la mediana (85% contro 70% sul ROE). Nella metà sopra la mediana, però, le società oltre gli 800 milioni di ricavi sono più del doppio che nell'altra, e la remunerazione del CEO cresce con la dimensione dell'impresa (capitolo 3 e paragrafo 6.2). Per separare l'effetto dei risultati da quello della dimensione, il confronto è ripetuto più avanti fra società della stessa fascia di ricavi.

FIGURA 1 Società non finanziarie per variabile del CEO e risultato – Esercizio 2025 (120 società)



Variabile alto: sopra 69 euro per 100 euro di fisso, il valore mediano delle non finanziarie. Sopra la mediana: media delle posizioni nelle classifiche del ROE 2025 e del TSR a tre anni sopra 50. Numero e quota di società in ciascun riquadro.

In 79 società non finanziarie su 120 il variabile del CEO è alto dove i risultati sono sopra la mediana e basso dove sono sotto.

Le 79 società sono il 66% del totale, contro le 60 che starebbero sulla diagonale per caso. Le altre 41 stanno fuori dalla diagonale: in 19 il CEO ha ricevuto un variabile alto in una società sotto la mediana dei risultati, in 22 un variabile basso in una società sopra.

Anche fra società della stessa fascia di ricavi il variabile del CEO tendenzialmente segue i risultati, in 73 società non finanziarie su 120.

Il numero è più basso delle 79 società della lettura senza fasce. Sulla diagonale stanno 34 società su 52 fra 100 e 800 milioni di ricavi e 30 su 46 oltre gli 800 milioni; sotto i 100 milioni ne stanno 9 su 22, meno della metà, perché il CEO mediano riceve un variabile minimo o nullo sia sopra sia sotto la mediana dei risultati e un legame non si può misurare.

6.2 Che cosa decide la remunerazione del CEO

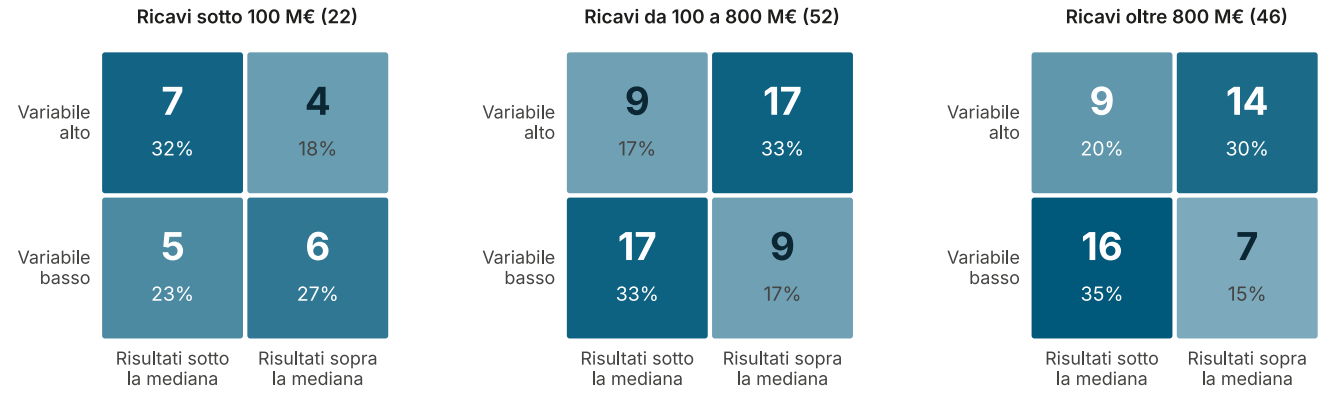
Il paragrafo chiede che cosa spiega le differenze di remunerazione complessiva fra i CEO delle 120 società non finanziarie. La dimensione dell'impresa ne spiega da sola quasi metà; risultati, assetto proprietario e settore poco; l'altra metà dipende da fattori che il modello non misura, fra cui le scelte di ciascuna società.

METODO

Due confronti. Il primo mette in fila i 120 CEO per ricavi della società e misura quanta parte delle differenze di remunerazione si spiega con i ricavi, poi aggiungendo i risultati, l'assetto proprietario e il settore: è la «quota spiegata» (R^2) della Tabella 30, calcolata con una regressione sul logaritmo della remunerazione. Il secondo confronta ogni CEO con i CEO delle dieci società più vicine per ricavi, le «società simili», in modo simile a quanto fanno i proxy advisor prima del voto in assemblea: un CEO è «pagato di più» se riceve più del valore mediano dei CEO delle società simili, «pagato di meno» altrimenti. La remunerazione è quella complessiva: fisso, variabile in denaro e fair value di competenza delle azioni. La dimensione è misurata con i ricavi e non con la capitalizzazione, che cresce con il rendimento di Borsa e mescolerebbe la dimensione con il risultato.

LETTURA A PARITÀ DI DIMENSIONE

FIGURA 2 La matrice della Figura 1 ripetuta dentro ciascuna fascia di ricavi – Esercizio 2025 (120 società non finanziarie)



In ciascuna fascia le società sono divise in due metà per risultato e per variabile, sopra o sotto il valore mediano della fascia.

TABELLA 29 Variabile del CEO nella metà di società sotto la mediana dei risultati e nella metà sopra, dentro ciascuna fascia di ricavi – Esercizio 2025 (120 società non finanziarie: 22 sotto i 100 milioni di ricavi, 52 fra 100 e 800, 46 oltre 800; fisso in migliaia di euro)

			VARIABILE PER 100 EURO DI FISSO		CEO CON UN VARIABILE	
Fascia di ricavi	Società	Fisso del CEO mediano	Metà sotto	Metà sopra	Metà sotto	Metà sopra
Sotto 100 M€	22	234	8	0	67%	40%
100–800 M€	52	418	41	72	69%	88%
Oltre 800 M€	46	912	119	219	88%	86%

Le metà sono formate sulla posizione media nelle classifiche di ROE 2025 e TSR a tre anni, fra società della stessa fascia.

06

LETTURA STATISTICA

TABELLA 30 Quota delle differenze di remunerazione fra i CEO spiegata da dimensione, risultati, assetto proprietario e settore – Esercizio 2025 (120 società non finanziarie)

	Remunerazione complessiva	Fisso	Variabile
Dimensione (ricavi)	43%	32%	29%
Dimensione e risultati	43%	33%	29%
Dimensione, risultati e assetto proprietario	43%	34%	30%
Dimensione, risultati, assetto proprietario e settore	51%	43%	33%
Parte non spiegata	49%	57%	67%

Ogni riga aggiunge una spiegazione alla precedente; la quota spiegata è l'R^2 di una regressione sul logaritmo della remunerazione. La remunerazione complessiva è la somma di fisso, variabile in denaro e fair value di competenza delle azioni nel 2025; per il variabile, che può essere zero, la regressione usa il logaritmo di (1 + variabile). L'assetto proprietario distingue controllo familiare, controllo pubblico e altri assetti; il settore è la classificazione GICS.

I ricavi spiegano da soli il 43% delle differenze di remunerazione complessiva fra i CEO e circa un terzo di quelle del fisso e del variabile; i risultati e l'assetto proprietario non aggiungono nulla, il settore poco.

Circa metà delle differenze di remunerazione dipende da fattori che il modello non misura. Fra questi potrebbero contare l'anzianità e la storia del CEO, la complessità e la presenza internazionale del gruppo, la presenza di CEO fondatori, il calendario delle assegnazioni azionarie, gli errori di misura e le scelte di ciascuna società.

La remunerazione del CEO cresce di circa un terzo a ogni raddoppio dei ricavi: il CEO mediano riceve 247 mila euro sotto i 100 milioni di ricavi, 666 mila fra 100 e 800 milioni e 2.257 mila oltre. Per questo ogni confronto fra remunerazioni va fatto fra società di dimensione simile. Aggiungere i risultati non cambia la quota spiegata: a parità di ricavi, le società sopra la mediana dei risultati non pagano sistematicamente di più. Non la cambia neppure l'assetto proprietario: a parità di ricavi, le società familiari non pagano il CEO né più né meno delle altre. Il settore aggiunge otto punti, ma su gruppi

piccoli: corretto per il numero di variabili ne aggiunge tre, e l'effetto non è statisticamente significativo.

TABELLA 31 **Quanto conta il risultato e quanto conta la società nella remunerazione del CEO, a parità di ricavi – Esercizio 2025 (120 società non finanziarie)**

A parità di ricavi	Differenza di remunerazione complessiva del CEO
Fra una società sopra la mediana dei risultati e una sotto	circa +8%
Fra una società nel quarto più pagato e una nel quarto meno pagato	2,8 volte

Prima riga: differenza stimata dal modello statistico fra le società sopra la mediana dei risultati e quelle sotto (posizione media nelle classifiche di ROE 2025 e TSR a tre anni). La differenza della prima riga non è statisticamente significativa. Seconda riga: rapporto fra la remunerazione del CEO al 75° e al 25° percentile, una volta tolto l'effetto dei ricavi.

A parità di ricavi, le società sopra la mediana dei risultati pagano il CEO circa l'8% in più, una differenza non statisticamente significativa; fra società della stessa dimensione un CEO nel quarto più pagato riceve almeno 2,8 volte quanto riceve un CEO nel quarto meno pagato.

L'8% è la differenza stimata dal modello fra una società sopra e una sotto la mediana dei risultati, a parità di ricavi; le 2,8 volte sono la distanza fra il 75° e il 25° percentile della remunerazione, una volta tolto l'effetto dei ricavi. Il variabile segue i risultati (paragrafo 6.1), ma nella remunerazione complessiva le differenze fra società della stessa dimensione sono molto più ampie di quelle legate ai risultati.

LETTURA CON LE SOCIETÀ SIMILI

Il secondo confronto legge una società alla volta: la remunerazione del CEO in multipli di quella mediana dei CEO delle società simili, incrociata con la posizione nei risultati. I conteggi sono nella Figura 3, divisi per assetto proprietario.

La remunerazione complessiva del CEO va nella stessa direzione dei risultati in 65 società su 120.

In 34 società il CEO è pagato più delle società simili e i risultati sono sopra la mediana, in 31 è pagato meno e i risultati sono sotto. Le altre 55 vanno in direzione opposta: in 26 il CEO è pagato di più con risultati sotto la mediana, in 29 di meno con risultati sopra. Il variabile, azioni comprese, seguiva i risultati in 79 società (paragrafo 6.1); nel confronto della remunerazione complessiva con quella dei CEO di società simili l'allineamento si osserva in 65 società. A ogni livello di risultato ci sono CEO pagati da meno della metà a più del doppio dei CEO delle società simili.

Chi è pagato più delle società simili con risultati sotto la mediana ha quasi sempre un fisso più alto; chi è pagato meno con risultati sopra la mediana ha quasi sempre un fisso più basso.

Nelle 26 società del primo gruppo il fisso del CEO supera quello delle società simili in 23 casi; nei casi più distanti lo scarto viene soprattutto dalle azioni assegnate nell'anno. Nelle 29 del secondo gruppo il fisso è più basso in 24 casi: in alcune il CEO è l'azionista di controllo e riceve dalla quotata una remunerazione volutamente bassa, e 8 delle 18 società a controllo pubblico sono qui, vicine alle società simili.

Nelle società familiari il CEO è pagato più delle società simili in metà dei casi, qualunque siano i risultati; negli altri assetti remunerazione e risultati vanno nella stessa direzione in 28 casi su 43.

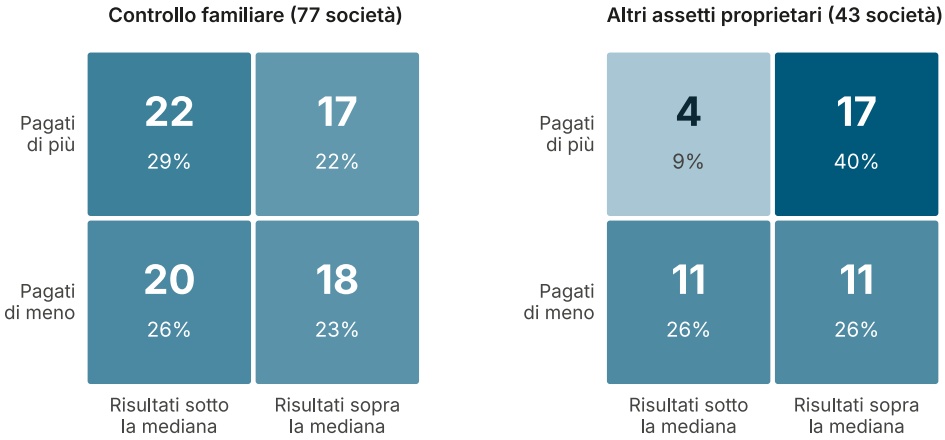
Fra le 77 società a controllo familiare il CEO è pagato più delle società simili in 39 casi, con la stessa frequenza sopra e sotto la mediana dei risultati, e il quadro non cambia nelle 58 guidate da un manager esterno alla famiglia. Le 18 a controllo pubblico sono un caso a sé: 16 hanno risultati sopra la mediana e, fra queste, il CEO è pagato meno delle società simili in 8 e più in 8. Nelle 25 con altri assetti remunerazione e risultati vanno nella stessa direzione in 19 casi, su una base piccola.

6.3 Dal target al pagato: che cosa dichiarano i piani

Il paragrafo legge il variabile dall'interno, con quello che le società dichiarano nella Sezione II della relazione. Delle 155 società con un piano annuale in corso nel 2025, 71 dichiarano il payout, cioè quanto è maturato il bonus in percentuale del target: fra queste il bonus mediano è maturato esattamente al target, e lo raggiunge più spesso sopra la mediana dei risultati.

Un payout del 100% vuol dire che è maturato esattamente il bonus a obiettivo, dello 0% che il bonus non è scattato, del 150% che è maturato una volta e mezza. Si conta un piano annuale e uno di lungo termine per società, quello del CEO o, se non è distinto, degli amministratori esecutivi, fra i piani già in corso nel 2025; quelli che partono dal 2026 non hanno un payout da dichiarare.

FIGURA 3 **Remunerazione del CEO rispetto alle società simili e risultati della società, per assetto proprietario: numero e quota di società in ciascun gruppo – Esercizio 2025 (120 società non finanziarie)**



Pagato di più: remunerazione complessiva del CEO sopra il valore mediano dei CEO delle dieci società non finanziarie più vicine per ricavi. Gli altri assetti comprendono controllo pubblico (18 società), controllo di soggetti diversi da famiglie ed enti pubblici, patti di sindacato e società senza un azionista di controllo.

CHI DICHIARA IL PAYOUT

TABELLA 32 **Società che dichiarano il payout del piano del CEO (o, se non è distinto, degli amministratori esecutivi) in percentuale del target – Esercizio 2025 (società di diritto italiano con un piano in corso nel 2025; le ultime tre colonne sono la quota di società che dichiarano il payout, per fascia di ricavi)**

	Società con un piano in corso nel 2025	Società che dichiarano il payout	Quota	Sotto 100 M€ di ricavi	Da 100 a 800 M€	Oltre 800 M€
Piano annuale (STI)	155	71	46%	24%	38%	58%
Piano di lungo termine (LTI)	110	36	33%	0%	36%	39%

Per il piano di lungo termine si considerano i piani con un ciclo concluso o una maturazione nell'esercizio.

Il 46% delle società con un piano annuale dichiara il payout, cioè quanto è maturato il bonus rispetto al target; per i piani di lungo termine lo fa una minoranza.

Per il piano di lungo termine lo dichiarano 36 società su 110; le società più grandi lo dichiarano più spesso. Le altre riportano l'importo pagato senza dire quanto vale rispetto al target, oppure descrivono gli obiettivi senza dire se sono stati raggiunti. Quello che segue riguarda quindi società in media più grandi e, come mostra la Figura 4, più spesso sopra la mediana dei risultati.

QUANTO HANNO PAGATO I PIANI

TABELLA 33 **Distribuzione del payout dichiarato del piano del CEO – Esercizio 2025 (società che dichiarano il payout; un piano per società)**

Payout dichiarato in % del target	Piano annuale (71 società)	Piano di lungo termine (36 società)
0%: bonus non scattato	4%	0%
Da 1% a 49%	7%	14%
Da 50% a 79%	10%	22%
Da 80% a 99%	17%	19%
Esattamente 100%	15%	19%
Da 101% a 119%	17%	3%
Da 120% a 149%	25%	11%
150% e oltre	4%	11%
Payout mediano	100%	90%
Società al target o sopra	62%	44%

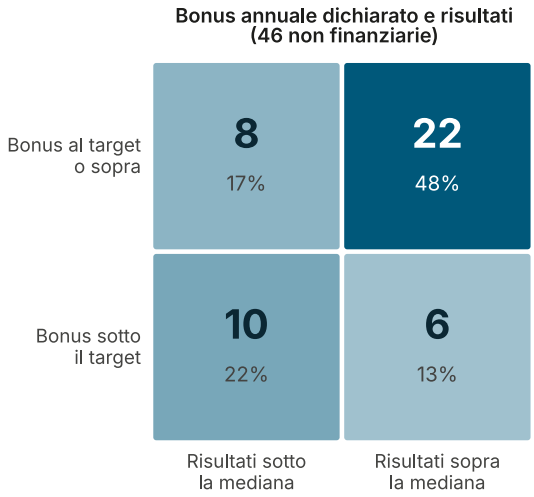
Dove è dichiarato, il payout mediano del bonus annuale è esattamente il 100% del target.

Chi dichiara il payout probabilmente non è un gruppo qualsiasi: il 22% dei CEO non ha ricevuto alcun variabile (paragrafo 4.2), mentre fra le 71 società il bonus non è scattato solo in 3; chi non lo ha pagato dichiara il payout meno spesso. Fra le 71, il bonus è maturato al target o sopra in 44 e ha raggiunto o superato il 120% in 21.

Per il piano di lungo termine il payout è dichiarato da 36 società, una base troppo piccola per andare oltre un'indicazione. Il payout mediano è il 90% del target: il 44% delle società è arrivato al target o sopra, un terzo è rimasto sotto l'80% e nessuna è a zero.

PAYOUT E RISULTATI

FIGURA 4 **Società che dichiarano il payout del bonus annuale, per payout e risultato – Esercizio 2025 (46 società non finanziarie con payout dichiarato e risultati disponibili)**



Bonus al target o sopra: payout dichiarato di almeno il 100%. Sopra la mediana: come nel paragrafo 6.1.

Dove è dichiarato, il bonus annuale arriva al target molto più spesso nelle società sopra la mediana dei risultati che in quelle sotto.

Fra le 46 società non finanziarie che dichiarano il payout e hanno i risultati disponibili, il bonus è arrivato al target o sopra in 22 delle 28 sopra la mediana dei risultati e in 8 delle 18 sotto. Sulla diagonale stanno 32 società su 46, il 70%, contro il 66% del variabile ricevuto letto nel paragrafo 6.1 sulle 120 non finanziarie. Il payout mediano è il 116% nelle società sopra la mediana e il 96% in quelle sotto.

OBIETTIVO PER OBIETTIVO

TABELLA 34 **Raggiungimento dichiarato dei singoli obiettivi, in percentuale del target – Esercizio 2025 (404 obiettivi di 50 società, piani annuali e di lungo termine in corso nel 2025)**

Obiettivi con consuntivo dichiarato	Obiettivi	Raggiungimento mediano	Obiettivi raggiunti al 100% o oltre	Obiettivi a zero
Finanziari	223	104%	69%	9%
ESG	111	100%	83%	6%
Strategici	37	100%	78%	11%
Individuali	22	82%	41%	9%
TSR e mercato	11	128%	64%	36%
Tutti	404	100%	72%	9%

Gli obiettivi di sostenibilità risultano raggiunti più spesso di quelli finanziari: o sono più facili da raggiungere, o sono più facili da dichiarare raggiunti.

Fra gli obiettivi con un risultato dichiarato, l'83% di quelli di sostenibilità è stato raggiunto al target o oltre, contro il 69% di quelli finanziari. Molti obiettivi ESG sono del tipo «fatto / non fatto», e un terzo è dichiarato raggiunto esattamente al 100%. Un obiettivo di questo tipo non ammette un risultato intermedio o superiore, mentre un numero si può mancare o superare. I pochi

obiettivi ESG sotto il target sono quasi tutti compositi, cioè riuniscono più indicatori in un punteggio.

L'effetto si vede sul bonus nel suo insieme. La parte legata alla sostenibilità, più «morbida», matura con più regolarità e può attenuare l'effetto degli obiettivi finanziari mancati, come un'assicurazione su una quota del variabile.

6.4

Società finanziarie

Nelle 29 società finanziarie né il variabile né la remunerazione complessiva del CEO seguono i risultati in modo riconoscibile. Con le regole di settore e le situazioni straordinarie, però, questi numeri sono un'indicazione, non una misura.

Le società finanziarie (banche, assicurazioni, gestori del risparmio, società di pagamento e holding di partecipazioni) sono lette a parte per quattro ragioni. Il fisso mediano del loro CEO è quasi il doppio di quello delle altre società, 867 mila euro contro 476 mila. Per le banche le regole di vigilanza fissano un tetto al variabile, il 100% del fisso elevabile al 200% con delibera dell'assemblea: dove le banche sopra la mediana dei risultati arrivano al tetto, il rapporto fra variabile e fisso smette di crescere con i risultati proprio dove ci si aspetterebbe di vederlo crescere. I loro ricavi non sono confrontabili con il fatturato di un'impresa industriale, e le società simili sono le sei più vicine per totale attivo, come fanno i proxy advisor per le banche. Infine il 2025 è stato per il settore un anno eccezionale: in un confronto unico con le altre società, 19 delle 29 finanziarie starebbero sopra la mediana. Con 29 società pesano anche le situazioni straordinarie: cambi di controllo nell'anno, variabili che non dipendono da un piano di incentivazione, società tanto grandi che nessun'altra ha una dimensione paragonabile.

VARIABILE E RISULTATI

TABELLA 35 **Lo stesso confronto della Tabella 28, applicato alle società finanziarie – Esercizio 2025 (29 società: 15 nella metà sotto la mediana, 14 in quella sopra)**

	RISULTATO MEDIANO		VARIABILE DEL CEO PER 100 EURO DI FISSO		CEO CON UN VARIABILE		SOCIETÀ OLTRE 800 M€ DI RICAVI	
Risultato	Metà sotto	Metà sopra	Metà sotto	Metà sopra	Metà sotto	Metà sopra	Metà sotto	Metà sopra
ROE 2025	+6%	+17%	165	105	93%	93%	33%	71%
TSR a tre anni (media annua)	+11%	+52%	114	134	87%	100%	33%	71%

Fra le 29 società finanziarie il legame fra variabile e risultati cambia con la misura usata e, con il tetto di vigilanza e le situazioni straordinarie, non si misura.

Sul ROE il CEO mediano della metà sotto la mediana ha ricevuto 165 euro di variabile per 100 euro di fisso, contro 105 nella metà sopra; sul TSR a tre anni 114 contro 134.

Il variabile del CEO è alto dove i risultati sono sopra la mediana e basso dove sono sotto in 13 casi su 29, meno della metà.

Anche la remunerazione complessiva, confrontata con quella dei CEO delle società simili per totale attivo, va nella stessa direzione dei risultati in 13 casi su 29. Le regole di settore e le situazioni straordinarie si mettono però fra risultato e variabile: per questo il dato non basta a dire che le società finanziarie paghino il CEO contro i risultati. Senza le quattro holding e le due società di pagamenti e di gestione dei crediti il quadro non cambia.

6.5

Neuroscienze e disegno degli incentivi

Il capitolo ha misurato quanto la remunerazione del CEO segua i risultati: questo paragrafo propone una chiave di lettura diversa, neuroscientifica, che viene dal lavoro di W Advisory con consigli di amministrazione e manager. I sistemi di incentivazione trattano il CEO come un decisore razionale, che confronta costi e benefici senza bias né emozioni e aumenta l'impegno nella misura prevista dal piano; gli studi degli ultimi 20 anni sulle neuroscienze mostrano che tutte le decisioni hanno una base biologica (Sapolsky, 2017). Parte delle informazioni che il sistema nervoso raccoglie raggiunge il sistema limbico, sede dell'elaborazione emotiva, prima della neocorteccia, sede del ragionamento: la reazione emotiva precede l'analisi razionale e ne orienta l'esito (Damasio, 1994; Kahneman, 2011).

In questa prospettiva un piano ha successo se orienta in modo durevole il lavoro del CEO verso la creazione di valore per l'impresa e per i suoi azionisti, facendo coincidere il più possibile la curva di utilità del CEO, cioè la soddisfazione che ricava dai risultati, con quella dell'impresa (Jensen e Meckling, 1976). Le neuroscienze aiutano a descrivere la forma reale di quella curva, che non dipende solo dal denaro ma anche dalla

sicurezza, dal riconoscimento, dall'autonomia e dal costo emotivo dello sforzo e del rischio.

VALORE DI UN PREMIO

Il sistema nervoso non risponde all'importo di un premio ma al valore che gli attribuisce, e quel valore cala se il premio è incerto, lontano nel tempo o indipendente dalle proprie decisioni.

Semplificando molto, il sistema nervoso valuta una ricompensa attraverso il circuito della dopamina, che segnala la differenza fra quanto ci si aspettava e quanto si è ottenuto (Schultz, Dayan e Montague, 1997): è la molecola dell'aspettativa più che del piacere. Il valore attribuito al premio diminuisce quanto più il premio è incerto, distante nel tempo e slegato dalle proprie azioni, ed è confrontato con il costo dello sforzo necessario per ottenerlo (Kable e Glimcher, 2007; Shenhav, Botvinick e Cohen, 2013). Per questo un bonus annuale di 50 mila euro legato a decisioni che il CEO prende ogni giorno può motivare più di un piano da 300 mila euro che matura dopo tre anni e dipende in larga parte dalla Borsa. Al sistema della ricompensa si affianca quello della minaccia: una situazione percepita come ingiusta o fuori controllo attiva la reazione di attacco, fuga o blocco e il rilascio di cortisolo, che riduce l'efficienza della corteccia prefrontale e spinge verso decisioni difensive e di breve periodo (Arnsten, 2009). Un obiettivo irraggiungibile o una regola cambiata a metà del ciclo vengono elaborati così; una relazione fondata sulla fiducia, al contrario, sostiene la disponibilità ad assumere rischi ragionati.

QUANTITÀ E QUALITÀ

Il denaro sostiene la quantità della performance, la motivazione intrinseca ne sostiene la qualità; e il contributo di un CEO sta nella qualità di poche decisioni ad alto impatto.

La teoria dell'autodeterminazione distingue la motivazione intrinseca, che nasce dall'interesse per l'attività, da quella estrinseca, legata a ricompense materiali o sociali (Deci e Ryan, 2000). Una metanalisi di quarant'anni di studi mostra che gli incentivi economici predicono soprattutto la quantità del lavoro svolto e la motivazione intrinseca soprattutto la qualità (Cerasoli, Nicklin e Ford, 2014). Il contributo di un CEO non si misura in unità prodotte ma in poche decisioni ad alto impatto: come allocare il capitale, quali persone scegliere, quanto rischio assumere. Un piano che si affida solo alla leva economica rischia di stimolare la quantità a scapito della qualità e, se vissuto come uno strumento di controllo, di erodere proprio la motivazione da cui la qualità dipende (Deci, Koestner e Ryan, 1999).

LO STESSO PREMIO NON VALE PER TUTTI

La sensibilità alla ricompensa e alla minaccia varia da persona a persona: per un CEO con un'alta Reward Dependence il giudizio del consiglio e dell'azionista di riferimento pesa quanto il bonus.

Il modello di Cloninger descrive questa variabilità con quattro dimensioni stabili del temperamento, tre delle quali associate a un sistema neurochimico: ricerca della novità, evitamento del danno, persistenza e Reward Dependence (Cloninger, Svrakic e Przybeck, 1993)[9]. La Reward Dependence non è l'attaccamento al denaro ma la sensibilità alla ricompensa sociale, cioè al bisogno di approvazione e di riconoscimento, che il cervello elabora con le stesse strutture della ricompensa monetaria (Izuma, Saito e Sadato, 2008). Chi ha una forte ricerca della novità risponde con intensità ai premi oltre il target ma tende ad assumere più rischi; chi ha un forte evitamento del danno teme la perdita del bonus più di quanto desideri aumentarlo; chi ha un'elevata persistenza sostiene con naturalezza obiettivi di lungo termine. Un piano identico per tutti produce quindi comportamenti diversi in persone diverse. Il profilo del CEO è già valutato, o dovrebbe esserlo, quando il consiglio lo sceglie: le stesse informazioni possono servire a calibrare le leve del piano, breve e lungo periodo, soglie e curve, premio economico e riconoscimento.

CHE COSA DICONO I DATI

I capitoli 4 e 6 descrivono incentivi che il sistema nervoso fatica a leggere: la remunerazione dipende dalla dimensione più che dai risultati, gli obiettivi misurano il margine e di rado sono verificabili.

La dimensione dell'impresa spiega da sola il 43% delle differenze di remunerazione fra i CEO delle società non finanziarie; a parità di ricavi le società sopra la mediana dei risultati pagano il CEO circa l'8% in più, una differenza non statisticamente significativa, mentre un CEO nel quarto più pagato riceve almeno 2,8 volte quanto riceve un CEO nel quarto meno pagato (paragrafo 6.2). Il legame fra variabile e risultati esiste (paragrafo 6.1), ma non lascia traccia nella remunerazione complessiva. Una prima spiegazione sta negli obiettivi: l'EBITDA è usato da 104 delle 156 società che li dichiarano, la redditività del capitale da 24, il TSR dal 34% di quelle con un piano di lungo termine (paragrafo 4.5). L'EBITDA, di gran lunga il più usato, è una misura legittima, ma dice quanto l'impresa cresce e quanto margine produce, non quanto valore crea per gli azionisti: un'impresa può aumentare ricavi ed EBITDA con investimenti che rendono meno del costo del capitale, rag-

9 Il modello associa la ricerca della novità alla dopamina, l'evitamento del danno alla serotonina, la Reward Dependence alla noradrenalina e la persistenza a un circuito fra striato e corteccia prefrontale. Le associazioni descrivono correlazioni osservate, non meccanismi deterministici; ai quattro tratti del temperamento, in larga parte ereditari, il modello affianca tre dimensioni del carattere modellate dall'esperienza.

giungendo gli obiettivi del piano e riducendo il valore. La seconda sta nella trasparenza: nei piani annuali target e consuntivo sono dichiarati insieme per il 22% degli obiettivi (Tabella 17) e nel 28% delle società nessun piano prevede una soglia sotto la quale il bonus si azzera (Tabella 14). Ciò che l'azionista non può verificare tende a essere percepito come discrezionale anche dal CEO, e un premio discrezionale perde gran parte della sua capacità di orientare il comportamento.

QUANDO IL PREMIO NON DIPENDE DAL RISULTATO

Il sistema della ricompensa impara: se il premio arriva anche senza il risultato, ciclo dopo ciclo diventa parte della remunerazione attesa.

A ogni ciclo il sistema della ricompensa confronta il premio atteso con quello ricevuto, aggiorna le aspettative sul legame fra azioni e risultati e con la ripetizione le consolida in un'abitudine. Nel perimetro del capitolo 6, 19 società hanno chiuso il 2025 in perdita e in 8 il CEO ha ricevuto comunque un variabile in denaro, perché il bonus dipende di norma da obiettivi diversi dall'utile, come l'EBITDA: il messaggio appreso, in casi come questi, è che il premio può arrivare anche senza l'utile. Quando il variabile entra nella remunerazione attesa, ogni sua riduzione è vissuta come una perdita, che pesa più di un guadagno di pari importo (Kahneman e Tversky, 1979), e l'attenzione si sposta dal superare il target al negoziarne uno sicuro. Chi definisce la remunerazione, a sua volta incline a evitare il conflitto con il vertice, tende ad assecondare questa dinamica: le emozioni di chi riceve l'incentivo e di chi lo assegna finiscono per rafforzarsi a vicenda.

ZONA DI SFIDA

Un obiettivo orienta il comportamento se dipende dalle decisioni del CEO, è vicino nel tempo e richiede uno sforzo superiore all'ordinario senza essere fuori portata.

Il sistema nervoso investe impegno dove riconosce un rapporto fra le proprie azioni e il risultato. Un obiettivo che dipende soprattutto da tassi, spread o andamento del mercato indebolisce questo rapporto: fra gli 11 obiettivi di TSR o di mercato con un consuntivo dichiarato il raggiungimento mediano è del 128% ma più di uno su tre è a zero (Tabella 34), un andamento da scommessa più che da obiettivo, per quanto la base sia piccola. Un premio lontano nel tempo è percepito come meno prezioso dello stesso importo disponibile subito, molto più di quanto giustificherebbe un tasso di interesse (Frederick, Loewenstein e O'Donoghue, 2002). Un obiettivo percepito come irraggiungibile non riduce l'impegno in modo graduale ma lo spegne (Locke e Latham, 2002), mentre un target troppo facile non richiede alcuno sforzo aggiuntivo e trasforma il variabile in una componente fissa differita. Fra questi estremi sta una zona di sfida ottimale, coerente con l'osservazione che la performance è massima a un livello intermedio di attivazione e peggiora quando l'attivazione diventa stress (Yerkes e Dodson, 1908): un obiettivo abbastanza difficile da richiedere un impegno superiore all'ordinario, abbastanza vicino da permettere di associare l'azione al risultato e abbastanza dipendente dalle decisioni del CEO da essere percepito come frutto del suo lavoro.

MERITOCRAZIA REALE

Usare bene la remunerazione del CEO non significa pagare di più o di meno, ma pagare meglio: obiettivi controllabili, misure che esprimano l'interesse dell'azionista, consuntivi verificabili e, accanto al premio, fiducia, autonomia e riconoscimento.

A livello formale la buona governance retributiva è acquisita: tetti, malus, clawback e regole scritte sono quasi ovunque. A livello sostanziale lo è solo in parte, e i dati del panel descrivono una meritocrazia in larga parte formale. Renderla reale richiede pochi obiettivi controllabili dal CEO, misure che esprimano l'interesse dell'azionista accanto a quelle operative, un rendimento di Borsa confrontato con società comparabili, target nella zona di sfida con regole stabili durante il ciclo e un consuntivo verificabile anche quando il bonus non viene pagato. Accanto al premio contano leve che agiscono direttamente sui sistemi della motivazione: la fiducia del consiglio e degli azionisti di riferimento, che riduce la percezione di minaccia e permette rischi ragionati; l'autonomia nelle scelte, che sostiene la motivazione intrinseca; il riconoscimento esplicito del contributo, che per molti profili vale quanto il premio monetario.

Per questo riteniamo che il dibattito sulla remunerazione dei vertici debba affiancare alle evidenze economiche e di governance quelle neuroscientifiche. Non per sostituire i numeri con la biologia, ma per riconoscere che ogni incentivo agisce su una persona, che ne elabora i segnali, che cosa conta per l'impresa, quanta fiducia le viene accordata, che cosa verrà riconosciuto, prima ancora di calcolarne il valore economico. Un piano costruito con questa consapevolezza può premiare comportamenti virtuosi, come le decisioni di lungo periodo, l'uso efficiente del capitale e i rischi ragionati, e scoraggiare meccanismi speculativi, come l'inseguimento del target di breve periodo o i guadagni legati al mercato più che al proprio contributo. È la condizione perché la remunerazione del CEO sia uno strumento di creazione di valore e non soltanto un costo.

07

Dissenso degli azionisti

IN SINTESI

24%	delle 180 società con verbali disponibili ha superato almeno una volta, fra il 2023 e il 2025, il 20% di voti contrari e astenuti sulla remunerazione
42	società nel campione analizzato; in 8 il dissenso supera la soglia in tutti e tre gli esercizi
7 su 20	consigli che, dopo il dissenso del 2024, hanno modificato la politica in modo documentato; altri 10 l'hanno confermata

Il capitolo prende in considerazione tutte le società quotate per cui sono disponibili i verbali assembleari (180 su 183) e ne misura il dissenso attraverso la relazione sulla remunerazione relativa agli esercizi 2023–2025. L'analisi si soffermerà, infine, su un sottocampione di 42 società in cui, in almeno un anno, il dissenso ha superato il 20%.

7.1

Dissenso sul listino delle società quotate

180	521	1.011	6,3%	24%
società analizzate su 183 quotate	**osservazioni società-anno** 2023–2025	**voti sulla relazione** Sezioni I e II	**dissenso mediano** media 9,8%	**società sopra il 20%** almeno una volta (44)

Per 180 su 183 società quotate su Borsa Italiana sono stati raccolti a mano i verbali delle assemblee 2023, 2024 e 2025 con l'intento di misurare il dissenso come somma di voti contrari e astenuti sulle azioni rappresentate in assemblea; l'indagine è stata condotta separando i voti con riferimento alla Sezione I della relazione sulla remunerazione (politica di remunerazione, voto vincolante) da quelli della Sezione II (compensi corrisposti, voto consultivo). Il campione di riferimento è rappresentato da 180 imprese su 183 in quanto non sono disponibili i verbali assembleari di E.P.H., EuroGroup Laminations e Mondo TV.

Le osservazioni società-anno con dati disponibili sono 521 (167 nel 2023, 176 nel 2024, 178 nel 2025), per un totale di 1.011 voti – 490 sulla Sezione I e 521 sulla Sezione II – ciascuno scomponibile in contrari e astenuti. La differenza rispetto alle 540 osservazioni teoriche dipende da società quotate solo in parte del triennio o prive di un voto utilizzabile in un dato anno. Per ciascuna società-anno il dissenso di riferimento è il più alto tra le due sezioni.

7.1.1 PROFILO D'INSIEME

Negli anni di riferimento dell'indagine il dissenso appare estremamente contenuto. Nel triennio 2023–2025, infatti, il valore mediano è del 6,3% e la media del 9,8% (Tabella 36). Solo il 14% delle osservazioni (74 su 521) supera il 20%, e la quota scende dal 15,6% del 2023 al 12,9% del 2025. Il 90° percentile (23,9%) si colloca appena sopra la soglia: nove osservazioni su dieci restano sotto il 24%.

Le due sezioni hanno profili simili: il dissenso mediano è del 4,9% sulla Sezione I e del 3,9% sulla Sezione II, e superano il 20% 54 voti su 490 (11%) e 59 su 521 (11%).

La Figura 5 incrocia le due sezioni: nei 490 casi in cui entrambe sono state votate, il dissenso sulla politica (Sezione I) e quello sui compensi (Sezione II) si muovono insieme (correlazione di rango 0,8) ma non coincidono. Il superamento della soglia riguarda entrambe le sezioni in 39 dei 74 casi, la sola Sezione II in 20 e la sola Sezione I in 15: il criterio «almeno una sezione sopra il 20%» (paragrafo 7.3.2) coglie quindi l'intera platea dei casi rilevanti.

7.1.2 DISTRIBUZIONE ASIMMETRICA

La Figura 6 mostra come si distribuiscono le 521 osservazioni. Nel pannello A i valori si addensano a sinistra, con quasi un'osservazione su cinque (18%) praticamente nulla, e la coda destra è lunga (asimmetria 2,4).

Il dissenso si concentra sui valori bassi e ha una coda destra lunga: il 20% cade in quella coda e non separa due popolazioni distinte, è una soglia convenzionale.

7.1.3 CONTRARI E ASTENUTI

La somma di contrari e astenuti accorpa due comportamenti diversi. Il voto contrario è un'opposizione esplicita; l'astensione, pur non equivalendo giuridicamente a un voto contrario, esprime una riserva senza arrivare al rifiuto. Sui 1.011 voti i contrari valgono in media il 6,6% delle azioni rappresentate e gli astenuti l'1,6%: gli aste-

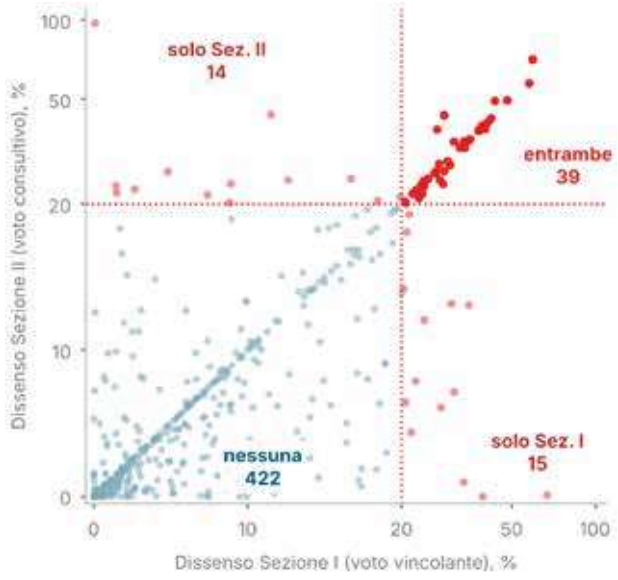
TABELLA 36 **Il dissenso su tutto il listino, per esercizio – Esercizi 2023–2025 (180 società)**

Esercizio	Società	Media	Mediana	90° perc.	Oltre il 20% (n)	Oltre il 20% (%)
2023	167	10,4%	7,0%	23,2%	26	15,6%
2024	176	9,7%	6,6%	24,1%	25	14,2%
2025	178	9,4%	5,2%	23,5%	23	12,9%
Triennio	*521*	*9,8%*	*6,3%*	*23,9%*	*74*	*14,2%*

Dissenso = contrari + astenuti sulle azioni rappresentate; per ciascuna società-anno, valore più alto tra Sezione I e Sezione II. Società con dati disponibili nell'esercizio.

nuti sono dunque circa un quinto (19%) del dissenso complessivo (Tabella 37).

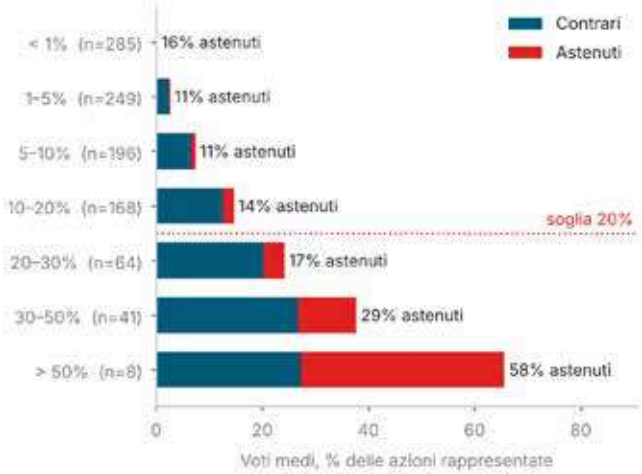
FIGURA 5 Dissenso su Sezione I e Sezione II (490 osservazioni)



Ogni punto è una società-anno con entrambe le sezioni votate; scala lineare fino al 20%, logaritmica oltre. Non sono rappresentati i 6 casi sopra il 20% con la sola Sezione II. Le linee tratteggiate indicano la soglia.

Gli astenuti pesano di più sulla Sezione II consultiva (21%) rispetto alla Sezione I vincolante (17%); tale risultato appare coerente con l'ipotesi in cui l'astensione si configura spesso come segnale intermedio di allerta. Il peso degli astenuti cresce con l'intensità del dissenso (Figura 7): è del 12% nei voti con dissenso fino al 20%, del 28% in quelli sopra e supera la metà negli otto voti oltre il 50%, dove è l'astensione, più del voto contrario, a spiegare il picco. In circa un voto su otto con dissenso apprezzabile gli astenuti sono più dei contrari.

FIGURA 7 Contrari e astenuti per fascia di dissenso (1.011 voti)



Media dei contrari e degli astenuti nei voti di ciascuna fascia di dissenso complessivo; tra parentesi il numero di voti. A destra di ogni barra la quota di astenuti sul dissenso.

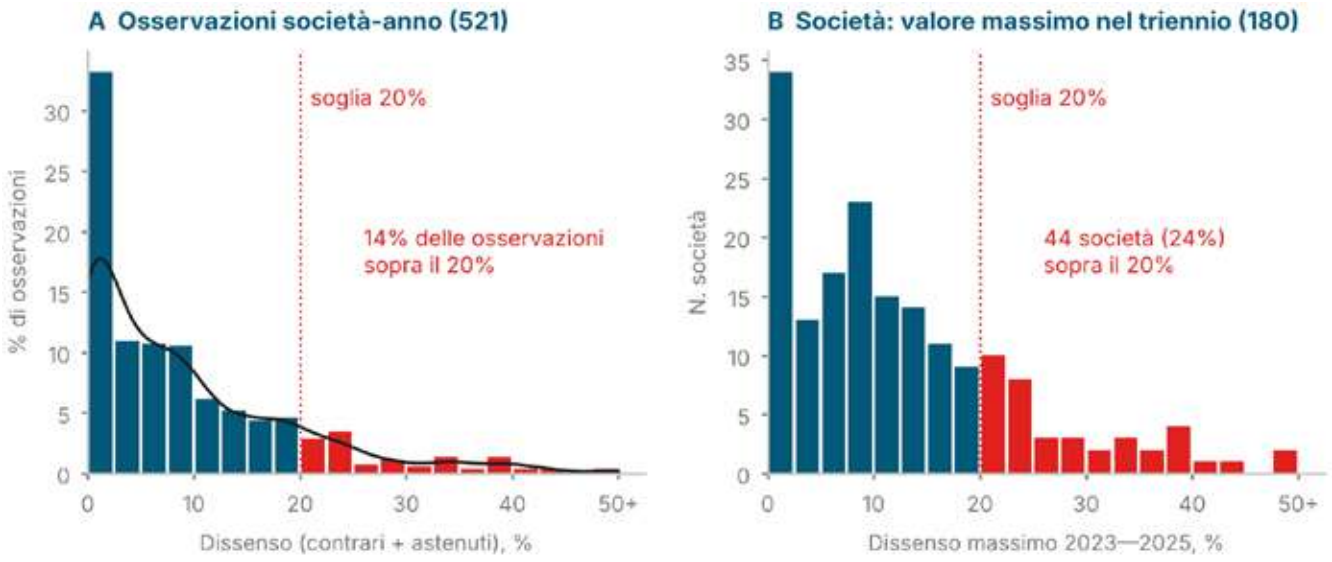
Tra le sei osservazioni oltre il 50% la composizione cambia. I picchi di Mediobanca (97,3% nel 2025, Sezione II, di cui 97,1 punti di astenuti) e di TIM (71,0% nel 2023, con 45,7 punti di astenuti, e 57,9% nel 2024, con 50,1) sono dovuti soprattutto agli astenuti; quelli di Borgosesia (66,7% nel 2023), Prysmian (59,1% nel 2025) e doValue (56,3% nel 2023) soprattutto ai contrari.

I contrari concorrono alla configurazione del dissenso ordinario; gli astenuti invece si collocano nella coda: questi ultimi pesano per un quinto del dissenso, ma per oltre la metà dei picchi più alti.

7.1.4 INTENSITÀ E CONTINUITÀ

La Tabella 38 classifica le osservazioni per fascia di intensità e conta, società per società, in quanti esercizi

FIGURA 6 Distribuzione del dissenso su tutto il listino (521 osservazioni società-anno)



Pannello A: istogramma a classi di 2,5 punti delle 521 osservazioni società-anno, con densità osservata. Pannello B: istogramma delle 180 società secondo il valore massimo di dissenso nel triennio. In rosso i valori sopra il 20%.

TABELLA 37 **Contrari e astenuti sui 1.011 voti del listino – Esercizi 2023–2025**

Voti	N.	Contrari	Astenuti	Astenuti / dissenso	Più astenuti che contrari
Sezione I	490	6,9%	1,4%	17%	11%
Sezione II	521	6,3%	1,7%	21%	13%
Tutti i voti	*1.011*	*6,6%*	*1,6%*	*19%*	*12%*
Dissenso fino al 20%	898	4,5%	0,6%	12%	10%
Dissenso oltre il 20%	113	23,1%	9,0%	28%	21%

Contrari e astenuti: media in punti percentuali delle azioni rappresentate. «Astenuti / dissenso»: quota degli astenuti sul totale contrari + astenuti. «Più astenuti che contrari»: quota dei voti con dissenso superiore all'1% in cui gli astenuti superano i contrari.

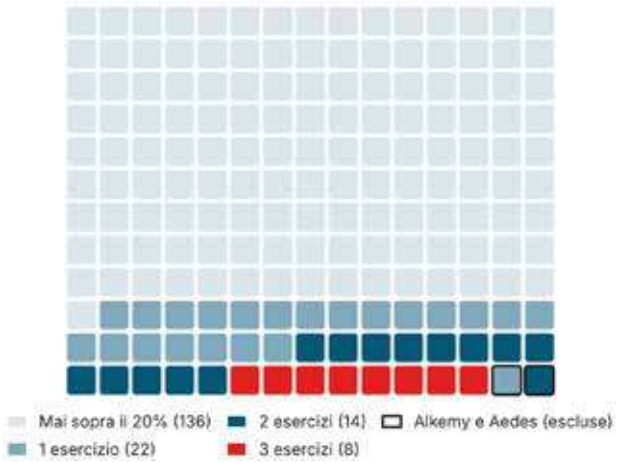
il dissenso ha superato il 20% (Figura 8). Nel 44% dei casi il dissenso è inferiore al 5% e un altro 42% sta tra il 5% e il 20%; il 14% supera la soglia e solo l'1% (sei osservazioni: Borgosesia, doValue e TIM nel 2023, TIM nel 2024, Mediobanca e Prysmian nel 2025) supera il 50%. La persistenza è l'eccezione: 136 società su 180 (76%) non superano mai il 20% nel triennio, 22 lo superano una volta, 14 due volte e 8 in tutti e tre gli esercizi.

7.1.5 ANNO PER ANNO E SENSIBILITÀ DELLA SOGLIA

Il quadro non cambia da un esercizio all'altro. La quota di osservazioni sopra il 10% resta fra il 34% e il 36%, quella sopra il 20% scende dal 15,6% del 2023 al 12,9% del 2025 e quella sopra il 30% oscilla fra il 4,5% e il 7,2%: le distribuzioni cumulate dei tre esercizi (Figura 9, pannello A) sono quasi sovrapposte e il triennio non mostra un inasprimento del dissenso.

La scelta della soglia incide molto sulla dimensione dell'insieme (pannello B). Con il 10% supererebbe la soglia una società su due (93 su 180), con il 15% più di una su tre (64); con il 20% la quota scende a una su quattro (44) e con il 30% a una su nove (20). Il 20% della Provision 4 isola quindi un gruppo abbastanza numeroso da consentire un'analisi descrittiva e abbastanza selettivo da corrispondere a un dissenso che il consiglio non può ignorare.

FIGURA 8 **Le 180 società per numero di esercizi con dissenso oltre il 20%**



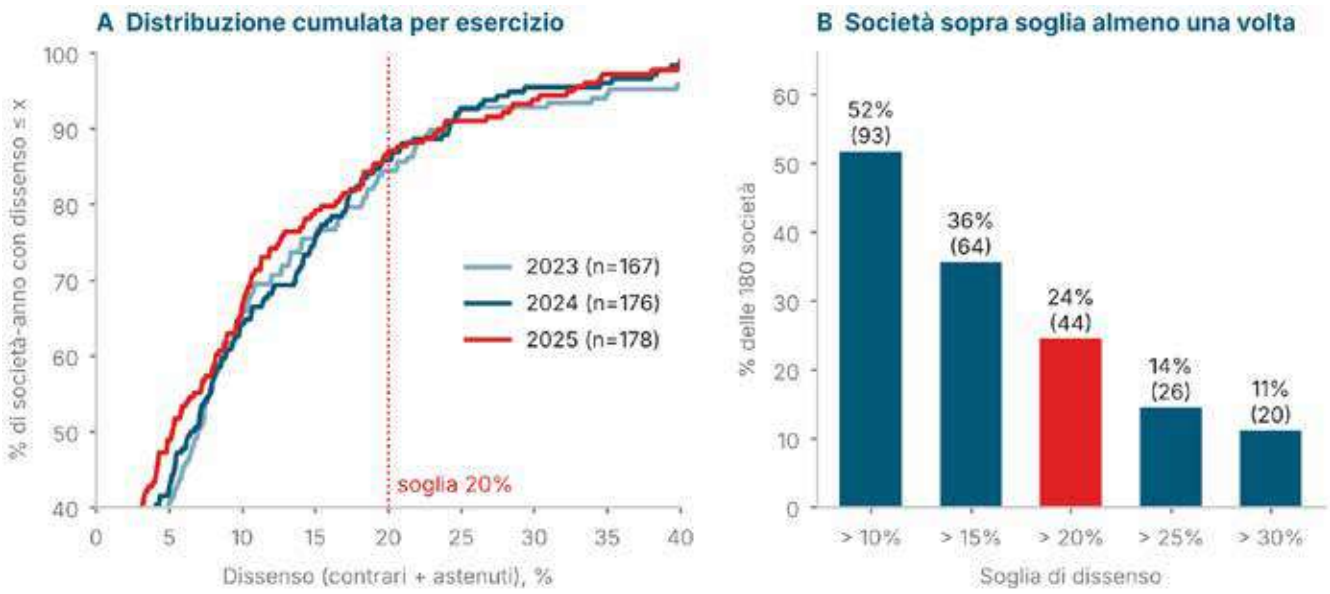
Ogni quadrato è una società. Le 44 società con almeno un esercizio sopra il 20% sono i quadrati colorati; Alkemy e Aedes (bordo scuro) sono escluse dal campione perché uscite dal listino.

TABELLA 38 **Intensità e continuità del dissenso sul listino – Esercizi 2023–2025 (180 società)**

Fascia / esercizi	2023	2024	2025	Totale	%
OSSERVAZIONI PER FASCIA DI DISSENSO					
Meno del 5%	68	75	87	230	44%
5–10%	42	38	31	111	21%
10–20%	31	38	37	106	20%
20–30%	14	17	12	43	8%
30–50%	9	7	9	25	5%
Oltre il 50%	3	1	2	6	1%
SOCIETÀ PER NUMERO DI ESERCIZI CON DISSENSO OLTRE IL 20%					
Mai				136	76%
1 esercizio				22	12%
2 esercizi				14	8%
3 esercizi				8	4%

Prima parte: 167, 176 e 178 osservazioni nei tre esercizi (521 in totale), valore più alto tra Sezione I e Sezione II. Seconda parte: 180 società. Le 44 società con almeno un esercizio sopra il 20% includono Alkemy e Aedes (paragrafo 7.3.3).

FIGURA 9 **Dissenso per esercizio e sensibilità alla soglia**



Pannello A: distribuzione cumulata del dissenso per società-anno. Pannello B: numero e quota delle 180 società con dissenso superiore alla soglia in almeno un esercizio.

7.1.6 DAL LISTINO AL CAMPIONE

Sulla base dei dati osservati è possibile affermare che il dissenso sulla remunerazione è presente in tutto il listino ma appare di modesta entità: la mediana è del 6,3% e solo una società su quattro (44 su 180, il 24%) ha superato almeno una volta il 20% nel triennio. La quota annua di società sopra la soglia è fra il 13% e il 16% e scende nel tempo (paragrafo 7.1.5).

In sintesi: 44 società su 180 (24%) hanno superato almeno una volta il 20%; 136 (76%) non lo hanno mai fatto.

7.2 Perché una soglia del 20%

La soglia del 20% di voti contrari e astenuti, adottata qui per definire il «dissenso significativo», riprende, come precedentemente anticipato, un parametro già codificato nella prassi di corporate governance anglosassone. Il rinvio è, in particolare, alla *Provision 4* dell'*UK Corporate Governance Code* – introdotta nel 2018 e applicabile dal 1° gennaio 2019 – secondo cui, quando il 20% o più dei voti espressi è registrato contro una risoluzione raccomandata dal consiglio, la società è tenuta a:

- dichiarare, in sede di comunicazione dei risultati assembleari, quali azioni intende intraprendere per consultare gli azionisti e comprendere le ragioni del dissenso;
- pubblicare un aggiornamento sullo stato di tale consultazione entro sei mesi dal voto;
- fornire, nella relazione annuale successiva (o nelle note esplicative alla successiva assemblea), un riepilogo finale sull'impatto che il confronto con gli azionisti ha avuto sulle decisioni del consiglio.

Fino al 2025 il meccanismo era rafforzato dal Public Register curato dalla Investment Association, l'associazione dei gestori del risparmio britannici. Il registro elencava le società con un dissenso pari o superiore al 20% su qualsiasi risoluzione e accresceva così la pressione reputazionale a favore del dialogo con gli azionisti (engagement). È stato dismesso nel corso del 2025, mentre le aspettative comportamentali fissate dalla Provision 4 restano pienamente in vigore nel Code. Anche in assenza di un obbligo formale, un'informativa costruita su questo modello assolve alla medesima finalità di trasparenza verso il mercato.

La *Provision 4* non attribuisce agli azionisti un potere di veto. Anche quando il dissenso supera il 20%, la delibera resta approvata se ha ottenuto la maggioranza dei voti. Il meccanismo agisce quindi sul piano reputazionale, perché impone al consiglio di rendere conto pubblicamente senza obbligarlo a cambiare rotta. Questa pressione basta a produrre effetti concreti. Uno studio di Fabrizio Ferri e David Maber[10] sulle società britanniche, negli anni successivi all'introduzione del voto consultivo, mostra che dove il voto aveva espresso un forte dissenso i consigli hanno eliminato le pratiche retributive più contestate, come le indennità di uscita generose, e hanno reso il compenso più sensibile ai risultati negativi. L'effetto è stato ottenuto senza alcun potere di veto degli azionisti, con la sola esposizione reputazionale.

10 F. Ferri e D. A. Maber, Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK, Review of Finance, 2013. Lo studio analizza le società quotate britanniche negli anni successivi all'introduzione del voto consultivo sulla remunerazione (2002).

È proprio questa natura reputazionale, più che sanzionatoria, a rendere la soglia del 20% un criterio utile anche per un ordinamento come quello italiano, dove un vincolo equivalente alla *Provision 4* non esiste. In Italia il voto degli azionisti sulla politica di remunerazione è stato introdotto da un decreto legislativo di fine 2010 e si è tenuto per la prima volta nelle assemblee del 2012, una volta emanate le regole di attuazione della Consob. Nel Regno Unito il voto consultivo è in vigore dal 2002, dieci anni prima, e la stessa *Provision 4* risale al 2018. Anche l'evoluzione più recente del Codice di Corporate Governance italiano si muove nella stessa direzione, senza tuttavia arrivare a un obbligo comparabile. La revisione approvata dal Comitato per la Corporate Governance nel gennaio 2020 richiede alle società di dar conto, nella Relazione sul Governo Societario, delle proprie politiche di engagement con gli azionisti e di integrare la sostenibilità nelle politiche di remunerazione. Resta però una raccomandazione soggetta al principio *comply or explain* – applicarla o spiegare perché non la si applica – e non un obbligo procedurale vincolante.

In un mercato come quello italiano, dove la concentrazione proprietaria rende rara una bocciatura in assemblea[11], il dissenso vale soprattutto come segnale, perché esprime un giudizio sul governo della società anche quando non può cambiare l'esito del voto[12]. La soglia del 20% permette quindi di isolare, anche nel nostro mercato, i casi in cui il malcontento ha raggiunto un'intensità tale da rendere legittima l'attesa di una risposta del consiglio, che sia dovuta per legge o semplicemente opportuna sul piano reputazionale.

7.3 Metodo e campione

7.3.1 COME SI MISURA IL DISSENSO

Per ciascuna società e per ciascun anno, il dissenso è stato calcolato come somma dei voti contrari e degli astenuti, in rapporto alle azioni ordinarie rappresentate in assemblea al momento della votazione – non ai soli voti favorevoli più contrari, né al capitale sociale complessivo della società. È la misura adottata dai principali studi sul *say on pay*, nel Regno Unito come in Italia[13]. L'astensione, pur non equivalendo giuridicamente a un voto contrario, esprime comunque una posizione di riserva verso la proposta del consiglio, e va quindi conteggiata per non sottostimare il malcontento effettivo del mercato.

Il calcolo è stato effettuato separatamente per la Sezione I della Relazione sulla remunerazione, che descrive la politica di remunerazione ed è sottoposta a un voto vincolante, e per la Sezione II, che rendiconta i compensi corrisposti nell'esercizio ed è sottoposta a un voto consultivo. I dati sono stati estratti dai verbali assembleari di ciascuna società per gli esercizi 2023, 2024 e 2025.

7.3.2 QUANDO IL DISSENSO È SIGNIFICATIVO

Una società registra un «dissenso significativo» in un dato anno se almeno una delle due sezioni supera il 20%. La scelta di questo criterio – invece di quello, più restrittivo, che richiederebbe il superamento della soglia in entrambe le sezioni – poggia su due ragioni:

- la *Provision 4* britannica si applica a qualunque risoluzione assembleare, e nella prassi anglosassone un dissenso rilevante anche su una sola delle due sezioni è già sufficiente a richiedere una risposta del consiglio;
- le due sezioni rispondono a logiche di voto differenti e possono muoversi in modo scollegato; un dissenso elevato anche solo sull'attuazione della politica (Sezione II) segnala comunque un malcontento del mercato che il consiglio non può ignorare.

Criterio alternativo. Se si restringesse l'analisi al solo voto vincolante (Sezione I), o si richiedesse il superamento della soglia in entrambe le sezioni, i conteggi annui cambierebbero come nella Tabella 39. I valori sono riportati per trasparenza. Nel resto del capitolo resta adottato il criterio descritto sopra.

11 M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella e V. Novembre, Say-on-Pay in a Context of Concentrated Ownership. Evidence from Italy, SSRN, 2014. È il primo studio sul voto sulla remunerazione nelle società quotate italiane.

12 S. Sauerwald, J. van Oosterhout e M. van Essen, Expressive Shareholder Democracy: A Multilevel Study of Shareholder Dissent in 15 Western European Countries, Journal of Management Studies, 2016. Lo studio, condotto su oltre 12.500 delibere votate in 717 società quotate europee, legge il dissenso come espressione di un giudizio sul governo della società.

13 M. J. Conyon e G. Sadler, Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK, Corporate Governance: An International Review, 2010. La stessa misura è adottata da Ferri e Maber (nota 10) per il Regno Unito e da Belcredi e coautori (nota 11) per l'Italia.

TABELLA 39 **Società del campione con dissenso superiore al 20% secondo criteri diversi – Esercizi 2023–2025**

Criterio	2023	2024	2025
Sezione I > 20%	16	18	17
Sezione II > 20%	21	18	19
Entrambe le sezioni > 20%	12	13	13
Almeno una sezione > 20% (adottato)	25	23	23

7.3.3 SELEZIONE DELLE SOCIETÀ

Il campione di partenza è costituito da 183 società quotate a Borsa Italiana, già depurato delle società di diritto estero, di quelle quotate su Euronext Growth Milan o sul segmento MIV, di quelle con quotazione sospesa, in liquidazione o in corso di delisting e di quelle prive di documentazione societaria pubblicata al 30 giugno 2024.

Su questa base sono stati compiuti i seguenti passaggi di selezione, ciascuno dei quali riduce progressivamente la numerosità del campione:

- 183 società quotate, per ciascuna delle quali sono stati raccolti a mano i verbali assembleari degli esercizi 2023, 2024 e 2025;
- da 183 a 180 società, escludendo tre società (E.P.H., EuroGroup Laminations, Mondo TV) per assenza di verbali completi o reperibili negli esercizi considerati;
- da 180 a 44 società, escludendo le società che non hanno mai registrato un dissenso significativo – superiore al 20% in almeno una delle due sezioni – in nessuno dei tre esercizi;
- da 44 a 42 società, escludendo Alkemy e Aedes, uscite dal listino nel corso del periodo di indagine, perché la loro permanenza avrebbe introdotto una distorsione nel confronto tra esercizi.

Il campione finale di 42 società è la base su cui sono costruite tutte le statistiche descrittive presentate dal paragrafo 7.4 in poi.

7.4 Risultati del dissenso

7.4.1 DISSENSO ANNO PER ANNO

Nel triennio 2023–2025 il numero di società del campione che ha registrato un dissenso superiore al 20% in almeno una sezione è riportato nella Tabella 40 e nella Figura 10.

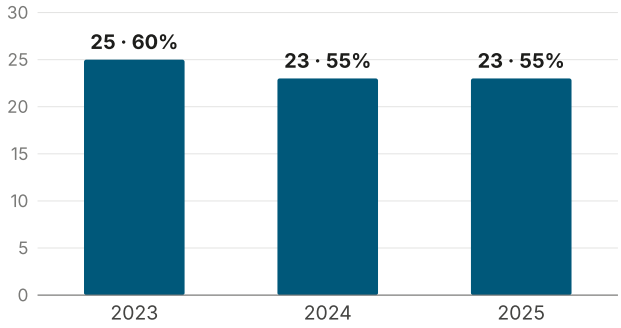
Ogni anno più della metà delle società del campione supera la soglia del 20%.

Il 2023 è l'anno di massima diffusione del fenomeno, con 25 società su 42 pari al 60% del campione; nel biennio 2024–2025 il dato scende a 23 società (55%) e vi si mantiene stabile. Il triennio non mostra quindi un progressivo inasprimento del dissenso, che si attesta su un livello costante.

TABELLA 40 **Società con dissenso superiore al 20% in almeno una sezione – Esercizi 2023–2025**

Anno	N. società con dissenso > 20%	% sul campione (42)
2023	25	60%
2024	23	55%
2025	23	55%

FIGURA 10 **Società con dissenso significativo per anno (42 società)**



7.4.2 SETTORI

Il campione finale riflette solo in parte i settori di Borsa Italiana. Il settore più rappresentato è la Finanza, con il 24% delle società (17% del listino). Il dato è coerente con i vincoli normativi più stringenti cui le istituzioni finanziarie sono soggette in materia di remunerazione; vincoli che spingono gli azionisti a un controllo più rigoroso dei pacchetti retributivi.

Seguono, a pari merito, Beni di consumo discrezionali, Industria e Tecnologia, con il 17% ciascuno.

7.4.3 DIMENSIONE

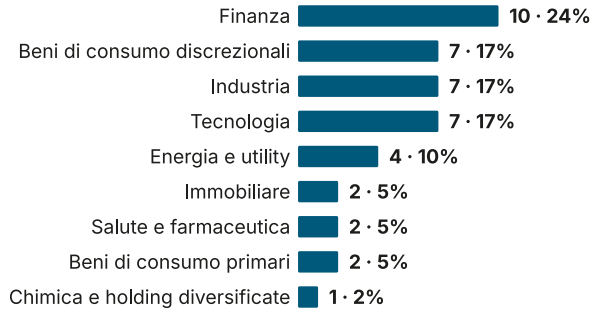
Sul piano dimensionale il campione non si concentra su un unico segmento di mercato. Vi convivono società a elevata capitalizzazione – Intesa Sanpaolo, UniCredit, Pirelli, Moncler, TIM – e società di dimensioni più contenute, come Abitare In, Orsero, FNM e Softlab. L'eterogeneità dimensionale indica che il dissenso azionario sulle politiche di remunerazione si osserva dai grandi

gruppi bancari e industriali alle realtà di minore capitalizzazione.

TABELLA 41 Distribuzione settoriale del campione (42 società)

Macro-settore	N. società	%
Finanza	10	24%
Beni di consumo discrezionali	7	17%
Industria	7	17%
Tecnologia	7	17%
Energia e utility	4	10%
Immobiliare	2	5%
Salute e farmaceutica	2	5%
Beni di consumo primari	2	5%
Chimica e holding diversificate	1	2%

FIGURA 11 Distribuzione settoriale del campione finale (42 società)



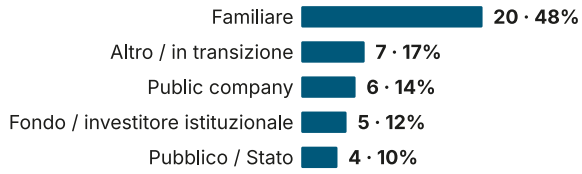
7.4.4 ASSETTI PROPRIETARI

Per comprendere meglio l'intensità e la continuità del dissenso, e per interpretare le diverse strategie di risposta da parte dei consigli di amministrazione, il profilo del campione è stato arricchito con una dimensione ulteriore, quella relativa all'assetto proprietario dell'azionista di controllo.

TABELLA 42 Assetto proprietario delle società del campione (42 società)

Assetto proprietario	N. società	%
Familiare	20	48%
Altro / assetto in transizione (M&A, ristrutturazioni)	7	17%
Public company (flottante diffuso)	6	14%
Fondo/investitore istituzionale (anche estero)	5	12%
Pubblico/Stato	4	10%

FIGURA 12 Assetto proprietario del campione (42 società)



Il controllo familiare è la forma di governance prevalente (48% del campione). Seguono le società con un assetto proprietario in fase di transizione (17%) – operazioni straordinarie in corso o appena concluse, come OPA e ristrutturazioni del debito – e le public company a capitale diffuso, prive di un azionista di controllo (14%); fondi e investitori istituzionali controllano il 12% delle società, lo Stato e gli enti pubblici il 10%.

Incrociando questa classificazione con i dati di continuità e intensità del dissenso emergono differenze nette (Tabella 43).

TABELLA 43 Continuità e intensità del dissenso per assetto proprietario – Esercizi 2023–2025 (42 società)

Assetto proprietario	N.	Anni medi di dissenso	Picco medio	% con dissenso 3/3 anni
Familiare	20	1,8	31%	30%
Altro / in transizione	7	1,9	50%	0%
Public company	6	1,8	39%	17%
Fondo/istituzionale	5	1,0	23%	0%
Pubblico/Stato	4	1,5	30%	25%

Nelle società a controllo familiare il dissenso è stabile ma raramente decisivo.

Il 30% lo registra in tutti e tre gli esercizi, la quota più alta del campione. La concentrazione proprietaria tipica di questo assetto fa sì che il dissenso coincida sistematicamente con lo stesso nucleo di azionisti di minoranza, privo della forza numerica per incidere sull'esito del voto. È ad esempio il caso di Enervit, dove il controllo riconducibile alla famiglia Sorbini e a Duke Investment si attesta attorno all'81% del capitale, ma il capitale effettivamente rappresentato in assemblea oscilla tra l'82% e l'89% nel triennio – quindi quasi integral-

14 S. Esposito De Falco, N. Cucari e E. Sorrentino, Voting Dissent and Corporate Governance Structures: The Role of Say on Pay in a Comparative Analysis, Corporate Ownership and Control, 2016. Lo studio confronta 120 società di Italia, Australia e Stati Uniti nel triennio 2012–2014.

mente coincidente con il nucleo di controllo, con un flottante che di fatto non partecipa al voto. All'interno di questo nucleo, un blocco di 5.534.095 azioni (circa il 31% del capitale sociale) si astiene in modo identico in ciascuno dei tre esercizi: è questa componente – riconducibile a una parte specifica della compagine di controllo, non al flottante di mercato – a generare la quasi totalità del dissenso registrato (35%–38% a seconda dell'anno). Il dissenso di Enervit descrive quindi un dissenso «interno» alla compagine di controllo, non un'opposizione del mercato. La persistenza del dissenso nelle società familiari richiama un risultato già osservato sul mercato italiano. In un confronto fra Italia, Stati Uniti e Australia, Esposito De Falco, Cucari e Sorrentino (2016) hanno rilevato che nel contesto italiano il dissenso cresce con la concentrazione della proprietà, mentre negli Stati Uniti è legato soprattutto al livello dei compensi[14].

Nelle società con un assetto proprietario in transizione il dissenso tocca i picchi più alti, ma non si ripete.

Il gruppo – che comprende, tra le altre, Mediobanca durante l'OPAS di Banca Monte dei Paschi di Siena, Anima Holding durante l'OPA di Banco BPM e Trevi Finanziaria Industriale nella fase post-ristrutturazione – registra in media il picco di dissenso più elevato (50%), e nessuna delle sue società supera la soglia in tutti e tre gli esercizi. Si tratta di episodi acuti e circoscritti, legati al singolo evento straordinario, più che di un problema strutturale di allineamento con gli azionisti[15]. Le società controllate da fondi o investitori istituzionali (anche esteri) mostrano invece sia la minore durata sia la minore intensità del dissenso, in media un solo esercizio con un picco del 23%.

7.5

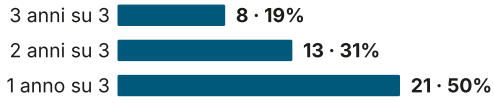
Continuità del dissenso

Per ciascuna delle 42 società si è misurato il numero di esercizi, sui tre osservati, in cui il dissenso ha superato la soglia del 20% (Tabella 44 e Figura 13).

TABELLA 44 Società per numero di esercizi con dissenso superiore al 20% – 2023–2025

N. anni con dissenso > 20%	N. società	% sul totale (42)
3 anni (2023, 2024 e 2025)	8	19%
2 anni su 3	13	31%
1 anno su 3	21	50%
Totale	42	100%

FIGURA 13 Continuità del dissenso 2023–2025 (42 società)



Per il 19% delle società il dissenso si ripete in tutti e tre gli esercizi; per metà del campione resta un episodio isolato.

Le otto società con dissenso continuativo in tutti e tre gli esercizi sono Amplifon, Brunello Cucinelli, El.En., Enervit, FNM, Orsero, OVS e Reply.

Il gruppo è eterogeneo per settore e per dimensione – dai grandi gruppi quotati come Amplifon e Reply a realtà minori come FNM e Orsero – ed è accomunato da un dissenso che, pur non raggiungendo quasi mai livelli estremi, si ripropone esercizio dopo esercizio, segnale di un nodo strutturale della politica retributiva che il confronto con il mercato non ha sciolto.

All'estremo opposto, metà del campione (21 società, 50%) ha conosciuto il dissenso come evento isolato, verificatosi in un solo esercizio sui tre osservati. In questi casi il malcontento appare legato a circostanze specifiche di un singolo anno più che a un problema strutturale di allineamento con gli azionisti.

7.6

Intensità del dissenso

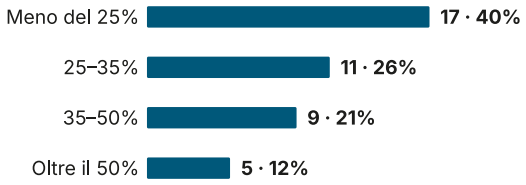
Per ciascuna delle 42 società è stato individuato il valore percentuale di dissenso più elevato registrato nel triennio 2023–2025 (in una qualsiasi delle due sezioni); i valori sono poi classificati in quattro fasce di intensità (Tabella 45 e Figura 14).

TABELLA 45 Società per fascia di intensità del dissenso – Picco 2023–2025 (42 società)

Fascia di intensità	N. società	%
< 25%	17	40%
25–35%	11	26%
35–50%	9	21%
> 50%	5	12%
Totale	42	100%

15 Un elemento di cui si tiene conto anche nel paragrafo 7.9.2, poiché un'operazione straordinaria in corso rende non comparabile la politica di remunerazione prima e dopo l'evento.

FIGURA 14 **Intensità del dissenso, picco 2023–2025 (42 società)**



Per il 67% delle società il picco di dissenso non supera il 35%.

Il 40% del campione non ha mai superato il 25% di dissenso, nemmeno nel proprio anno di picco. All'estremo opposto, cinque società (12%) hanno registrato almeno un picco superiore al 50% (Tabella 46).

TABELLA 46 **Società con un picco di dissenso superiore al 50% – 2023–2025**

Società	Picco di dissenso	Anno	N. anni con dissenso >20%
Mediobanca	97%	2025	2
TIM	71%	2023	2
Borgosesia	67%	2023	1
Prysmian	59%	2025	2
doValue	56%	2023	2

7.7

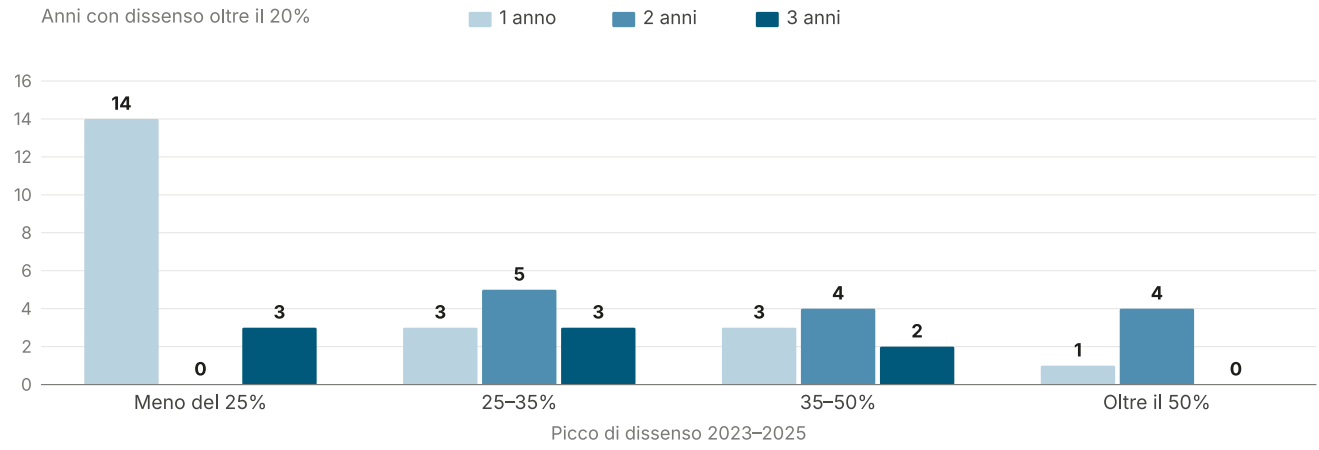
Continuità e intensità a confronto

L'incrocio delle due dimensioni analizzate – quante volte il dissenso si ripete e quanto è intenso al suo picco – fa emergere una regolarità netta (Tabella 47 e Figura 15).

TABELLA 47 **Società per numero di esercizi con dissenso e fascia di intensità – 2023–2025 (42 società)**

N. anni \ Fascia	< 25%	25–35%	35–50%	> 50%	Totale
1 anno	14	3	3	1	21
2 anni	0	5	4	4	13
3 anni	3	3	2	0	8
Totale	17	11	9	5	42

FIGURA 15 **Continuità e intensità del dissenso (42 società)**



Il malcontento azionario si presenta come episodio acuto ma isolato oppure come opposizione più contenuta che persiste nel tempo, due modelli in larga parte alternativi.

Nessuna delle otto società con dissenso continuativo nei tre esercizi raggiunge, nel proprio anno di picco, un valore superiore al 50%. I picchi più estremi – Mediobanca, TIM, Borgosesia, Prysmian e doValue – si concentrano tutti tra le società con dissenso discontinuo.

7.8

Dissenso società per società

La Tabella 48 riporta, per ciascuna delle 42 società del campione finale, la percentuale di dissenso (voti contrari e astenuti) registrata sulla Sezione I e sulla Sezione II in ciascun esercizio. I valori evidenziati e in grassetto superano la soglia del 20%; la sigla «n.d.» indica che nell'esercizio la relativa sezione non è stata sottoposta a voto oppure il dato non è disponibile nei verbali.

TABELLA 48 **Dissenso per società sulla Sezione I e sulla Sezione II – Esercizi 2023–2025 (% di voti contrari e astenuti)**

Società	2023 Sez. I	2023 Sez. II	2024 Sez. I	2024 Sez. II	2025 Sez. I	2025 Sez. II	N. anni >20%
Abitare In	14,95%	7,94%	30,98%	34,51%	27,26%	28,37%	2
Amplifon	24,18%	24,49%	24,07%	23,38%	29,87%	28,13%	3
Anima Holding	1,83%	16,63%	4,81%	26,54%	1,43%	23,37%	2
Azimut Holding	11,52%	43,72%	7,03%	2,61%	33,45%	0,95%	2
Banca Ifis	1,47%	21,96%	17,76%	19,64%	19,98%	13,86%	1
BFF Bank	n.d.	n.d.	43,46%	49,31%	39,02%	39,82%	2
Borgosesia	66,70%	0,08%	0,07%	0,07%	0,00%	0,00%	1
Brunello Cucinelli	n.d.	24,81%	12,61%	24,65%	23,95%	23,29%	3
Buzzi	15,79%	18,58%	17,95%	18,10%	27,78%	6,07%	1
Cellularline	23,95%	23,95%	17,25%	16,36%	16,90%	16,90%	1
Credito Emiliano	1,35%	7,47%	21,70%	4,39%	1,27%	1,11%	1
CSP International	0,04%	0,00%	39,31%	0,00%	0,02%	0,00%	1
doValue	n.d.	56,27%	24,17%	12,07%	18,93%	9,12%	2
El.En.	21,86%	21,85%	24,96%	24,95%	26,76%	26,76%	3
Enervit	34,97%	34,95%	38,03%	38,03%	38,02%	38,02%	3
Eni	7,36%	21,67%	6,61%	9,80%	7,27%	4,20%	1
ERG	2,51%	2,61%	8,80%	20,20%	2,55%	9,59%	1
F.I.L.A.	14,05%	5,39%	20,83%	19,97%	2,91%	11,31%	1
FNM	n.d.	21,78%	n.d.	24,58%	23,12%	21,08%	3
Hera	35,10%	13,07%	9,35%	7,99%	9,77%	7,75%	1
Intercos	5,85%	3,54%	3,03%	2,19%	22,43%	7,88%	1
Interpump Group	48,09%	49,55%	n.d.	7,97%	39,96%	38,63%	2
Intesa Sanpaolo	11,93%	6,16%	11,37%	6,98%	30,28%	13,14%	1
INWIT	2,65%	22,81%	1,57%	0,48%	2,19%	0,81%	1
Mediobanca	42,09%	42,36%	2,89%	3,74%	0,08%	97,29%	2
Moncler	n.d.	10,58%	n.d.	24,16%	10,67%	10,29%	1
Nexi	14,55%	18,21%	15,03%	14,61%	18,44%	20,60%	1
Orsero	20,59%	20,27%	23,67%	23,67%	23,78%	21,94%	3
OVS	39,77%	39,77%	29,34%	29,06%	34,18%	34,63%	3
Piaggio & C.	33,98%	32,81%	35,33%	35,30%	19,70%	19,70%	2
Pirelli & C.	16,64%	15,87%	17,21%	16,84%	19,91%	21,33%	1
Prysmian	28,49%	43,56%	17,81%	7,99%	7,48%	59,06%	2
Recordati	8,89%	23,86%	19,41%	17,32%	8,93%	18,96%	1
Reply	21,26%	19,27%	28,18%	23,82%	n.d.	32,24%	3
Safilo Group	19,33%	19,33%	20,86%	18,09%	14,66%	14,66%	1
Softlab	0,00%	0,00%	26,23%	26,22%	0,00%	0,00%	1
Technogym	n.d.	n.d.	27,45%	24,75%	28,50%	26,66%	2
TIM	59,30%	70,99%	57,92%	57,55%	6,01%	12,67%	2
Terna	12,71%	8,35%	26,84%	38,48%	10,14%	3,88%	1
Tinexta	16,68%	24,87%	2,17%	15,11%	5,88%	5,85%	1
Trevi Finanziaria Industriale	22,62%	22,62%	18,21%	12,79%	32,43%	32,75%	2
UniCredit	30,90%	7,11%	12,04%	11,95%	33,47%	34,40%	2

sotto il 20% · 20–25% · 25–35% · 35–50% · oltre il 50%

7.9

Risposta dei consigli al dissenso

7.9.1 DOMANDA

I paragrafi precedenti hanno misurato quante società registrano il dissenso, con quale frequenza e con quale intensità. La domanda che si pone ora è se, in assenza di un vincolo normativo equivalente alla *Provision 4* britannica, i consigli di amministrazione delle società italiane abbiano effettivamente reagito a quel segnale, oppure se il dissenso resti un dato che il consiglio può permettersi di ignorare.

7.9.2 PERIODO E SOCIETÀ ANALIZZATE

L'analisi si concentra sugli esercizi 2024 e 2025. Per verificare la reazione del consiglio si osserva l'esercizio successivo al dissenso, e il 2024 è l'ultimo anno per cui è disponibile. Una società entra quindi nell'analisi solo se ha registrato un dissenso significativo nel 2024 (Tabella 48). Su questa base il campione utile scende da 42 a 23 società[16]. Conta come risposta solo ciò che compare per la prima volta nella relazione 2025, non in quella approvata prima dell'assemblea 2024. Delle 23 società, 20 sono classificabili in una delle quattro categorie descritte al paragrafo 7.9.3 (paragrafo 7.10). Le restanti tre – Anima Holding, Credito Emiliano e doValue – non sono classificabili, per ragioni specifiche a ciascun caso. Anima Holding è esclusa perché l'esercizio 2025 coincide con l'OPA promossa da Banco BPM sulla società: un'operazione straordinaria di questo tipo rende non significativo il confronto fra la politica di remunerazione precedente e quella successiva, dato che le decisioni retributive si inseriscono nel contesto dell'offerta e non in una dialettica ordinaria con gli azionisti. doValue è esclusa per una ragione analoga: nel 2025 la società ha completato l'acquisizione di Gardant, e la relazione sulla remunerazione successiva riflette l'assetto del gruppo risultante dalla fusione, non una risposta autonoma al dissenso registrato nel 2024. Per Credito Emiliano non è stata reperita una documentazione sufficiente a classificare la risposta del consiglio.

7.9.3 QUATTRO MODI DI RISPONDERE

La *Provision 4* impone alle società britanniche un obbligo di natura procedurale – spiegare le azioni intraprese, aggiornare il mercato entro sei mesi, rendicontarne l'esito – senza però prescriverne il contenuto. Nel mercato italiano nessuna norma equivalente impone di rendicontare l'attività di engagement. Ai fini della presente ricerca si è tentato di ricostruire che cosa sia accaduto dopo il dissenso del 2024, osservando le relazioni approvate nel 2025 e considerando risposta solo ciò che non era già presente prima dell'assemblea. L'analisi non stabilisce un nesso causale; pertanto, le società possono aver agito per altre ragioni, o dialogato con gli azionisti senza darne evidenza pubblica.

L'osservazione caso per caso delle reazioni al dissenso consente comunque di ricondurre i comportamenti rilevati a quattro categorie, che descrivono gradi diversi di risposta del consiglio (board responsiveness), cioè della capacità del consiglio di rispondere al dissenso:

- **Modifica Attiva.** Il consiglio interviene in modo concreto e verificabile sulla politica di remunerazione – un nuovo piano, un nuovo KPI, la rimozione di una clausola discrezionale contestata, l'introduzione di un limite quantitativo – e riconduce l'intervento, con un riferimento esplicito e circostanziato e non genericamente evocato, al dialogo con investitori istituzionali e proxy advisor da cui la modifica ha avuto origine.
- **Engagement dichiarato ma difensivo nella sostanza.** La società rendiconta un'attività di engagement puntuale e, di norma, quantificata – numero di incontri, quota di capitale rappresentato, temi discussi – il cui esito è però la giustificazione della politica esistente e non la sua modifica.
- **Vigilanza rafforzata, policy invariata.** L'attività del comitato per la remunerazione si intensifica in modo tracciabile, con un aumento del numero di riunioni, o il voto assembleare compare esplicitamente all'ordine del giorno del Comitato, senza che ne derivino modifiche sostanziali alla politica né un resoconto specifico di come il feedback raccolto abbia inciso sulle decisioni.
- **Difensiva pura.** Non emerge alcuna evidenza di modifica, di intensificazione dell'attività del comitato o di dialogo con il mercato; in più casi la continuità è dichiarata in modo esplicito («immutata», «confermata», «non si è ritenuto di apportare modifiche»).

16 All'interno delle 23 società due situazioni richiedono una segnalazione. Anima Holding è stata esclusa dal confronto perché il 6 novembre 2024 Banco BPM ha lanciato un'Offerta Pubblica di Acquisto sulla società. La sua politica di remunerazione 2025 risulta dominata dalla clausola di change of control legata all'OPA – l'accelerazione di tutti i piani di incentivazione in essere – e non dal dissenso assembleare, e per questo non è comparabile agli altri casi. Per altre due società (Credito Emiliano e doValue) la documentazione raccolta non consente di isolare una risposta riferibile in modo verificabile all'esercizio 2025. Queste tre società non compaiono nella classificazione che segue, costruita quindi sulle 20 società per le quali la documentazione disponibile permette un giudizio fondato.

7.10

Risposte, categoria per categoria

7.10.1 MODIFICA ATTIVA

Rientrano in questa categoria sette società – BFF Bank, Brunello Cucinelli, F.I.L.A., Moncler, Technogym, Terna e TIM – descritte di seguito.

BFF Bank

Nel 2024 il dissenso raggiunge il 43,46% sulla Sezione I e il 49,31% sulla Sezione II, tra i valori più elevati del campione. L'Annual Report 2025 dà conto dell'approvazione, il 17 aprile 2025, di un pacchetto di modifiche sostanziali, composto da una nuova *Remuneration Policy* 2025, da un nuovo piano di incentivazione di lungo termine («Incentive Plan 2025») e da un nuovo *Stock Grant Plan*.

Brunello Cucinelli

Nel 2024 il dissenso è pari al 12,61% sulla Sezione I e al 24,65% sulla Sezione II. La Relazione sulla politica di remunerazione, approvata dal consiglio di amministrazione il 13 marzo 2025, documenta un'analisi di benchmark condotta con TEHA Group su otto società comparabili del lusso. Nella composizione del compenso degli Amministratori Delegati la componente fissa sale dal 23% al 31% del pacchetto e l'incentivo di lungo termine scende dal 77% al 55%; viene introdotto un tetto del 20% alle erogazioni in deroga e la politica passa da annuale a biennale, per «recepire più organicamente i feedback degli stakeholder».

F.I.L.A.

Nel 2024 il dissenso è pari al 20,83% sulla Sezione I e al 19,97% sulla Sezione II. La Relazione, approvata il 21 marzo 2025, riporta i voti favorevoli espressi dall'assemblea precedente (78,79% e 79,65%) e dà conto di tre modifiche puntuali introdotte «in accoglimento a quanto evidenziato dai proxy advisors», cioè la revisione dell'executive summary e l'introduzione di limiti quantitativi sui bonus straordinari e sulle indennità di fine rapporto.

Moncler

Nel 2024 il dissenso è pari al 24,16% sulla Sezione II. Il *Remuneration Report* dichiara di riguardare «remuneration for 2025 and compensation paid in 2024» e precisa che la nuova policy tiene conto del «feedback gathered from the engagement process with Proxy Advisors and Investors». La politica torna a una durata annuale, il peer group viene aggiornato con il supporto di Willis Towers Watson e i casi di deroga sono ulteriormente limitati.

Technogym

Nel 2024 il dissenso è pari al 27,45% sulla Sezione I e al 24,75% sulla Sezione II. La Relazione elenca tre modifiche rispetto alla politica approvata nel 2024, ossia un nuovo piano di incentivazione azionaria di medio termine 2025–2027, l'aumento dal 25% al 50% del limite massimo alla componente variabile di medio termine per i Dirigenti con Responsabilità Strategiche e l'eliminazione dei bonus una tantum discrezionali per gli stessi Dirigenti. Il documento richiama inoltre in modo esplicito l'esigenza di «tener conto delle indicazioni di proxy advisors» nella struttura della disclosure.

Terna

Nel 2024 il dissenso è pari al 26,84% sulla Sezione I e al 38,48% sulla Sezione II. L'Annual Report 2025 descrive il nuovo *Performance Share Plan* 2025–2029, che introduce un KPI ESG aggiuntivo («Connections») e porta il peso complessivo dei criteri ESG dal 30% al 40%.

TIM

Nel 2024 il dissenso è pari al 57,92% sulla Sezione I, in gran parte astenuti: la politica non è approvata dall'assemblea del 23 aprile 2024. La Relazione 2025 (23 maggio 2025) dichiara di aver «tempestivamente avviato» un processo di engagement con proxy advisor e azionisti e introduce un Piano di Performance Share 2025–2027 (già preannunciato nel 2024), un nuovo peer group e il clawback a 60 mesi (prima tre anni).

7.10.2 ENGAGEMENT DICHIARATO MA DIFENSIVO NELLA SOSTANZA

Rientrano in questa categoria due società, Amplifon e Safilo Group, descritte di seguito.

Amplifon

Nel 2024 il dissenso è pari al 24,07% sulla Sezione I e al 23,38% sulla Sezione II. La Relazione sulla politica di remunerazione 2025 dà conto di 11 incontri di engagement svolti nel 2024, per una quota del 4,8% del capitale rappresentato, su temi che includono «utilizzo e finalità dei bonus discrezionali» e «razionali sottostanti l'attuale trattamento di severance del CEO». La conclusione è che «Amplifon ritiene opportuno ribadire alcuni principi chiave della propria Politica di remunerazione». La società ascolta e risponde, e la risposta consiste nella conferma delle scelte già compiute.

Safilo Group

Nel 2024 il dissenso è pari al 20,86% sulla Sezione I. La Relazione dell'11 marzo 2025 cita il voto e l'engagement, ma le novità richiamate (KPI dello STAR, LTI 2024–2026, malus e clawback) sono già nella relazione del 14 marzo 2024, prima dell'assemblea, e rispondevano al voto del 2023.

7.10.3 VIGILANZA RAFFORZATA, POLICY INVARIATA

Rientra in questa categoria una sola società, Piaggio & C., descritta di seguito.

Piaggio & C.

Nel 2024 il dissenso è pari al 35,33% sulla Sezione I e al 35,30% sulla Sezione II, secondo anno consecutivo di dissenso elevato. L'Annual Report 2025 dichiara che «the Management Control Committee reviewed the shareholder engagement activities...», in termini generici e privi del dettaglio quantificato che caratterizza il caso Amplifon.

7.10.4 DIFENSIVA PURA

Rientrano in questa categoria dieci società – Enervit, CSP International, Abitare In, OVS, FNM, Orsero, Softlab, ERG, El.En. e Reply – descritte di seguito.

Enervit

Nel 2024 il dissenso è pari al 38,03% su entrambe le sezioni. La Relazione finanziaria al bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2024 dichiara che la Società «non ha aderito ad un codice di comportamento in materia di governo societario promosso dalla Società di gestione di mercati regolamentati». Come illustrato al paragrafo 7.4.4, il dato non riflette un'opposizione del flottante di mercato – che partecipa in misura marginale al voto – ma l'astensione sistematica di un blocco di 5.534.095 azioni (circa il 31% del capitale), interno alla compagine di controllo riconducibile alla famiglia Sorbini e a Duke Investment, che si ripete in modo pressoché identico in ciascuno dei tre esercizi. Non emerge, in nessuno dei documenti societari esaminati, alcuna evidenza di dialogo con tale componente della proprietà né di modifiche alla politica.

CSP International

Nel 2024 il dissenso è pari al 39,31% sulla Sezione I, tra i valori più elevati del campione. La Relazione sulla politica di remunerazione, approvata il 15 aprile 2025, non contiene alcun riferimento a un'attività di engagement con investitori o proxy advisor, né alcuna modifica sostanziale rispetto alla politica precedente.

Abitare In

Nel 2024 il dissenso è pari al 30,98% sulla Sezione I e al 34,51% sulla Sezione II. Le riunioni del comitato per la remunerazione scendono da 4 nell'esercizio 2024 a 3 nell'esercizio successivo, e quelle programmate si riducono a 2. L'attività di supervisione si contrae invece di intensificarsi.

OVS

Nel 2024 il dissenso è pari al 29,34% sulla Sezione I e al 29,06% sulla Sezione II. La Relazione sulla politica di remunerazione dichiara che «si è ritenuto di confermare la prosecuzione degli strumenti di remunerazione introdotti nel 2022... e nel 2024»; non è rintracciabile alcuna revisione strutturale.

FNM

Nel 2024 il dissenso è pari al 24,58% sulla Sezione II, mentre la Sezione I non è stata sottoposta a voto. La Relazione sulla remunerazione riferita all'esercizio 2024 non riporta deroghe alla politica vigente («nel corso dell'Esercizio 2024 non sono state adottate deroghe alla Politica 2024») né alcun riferimento a un'attività di engagement strutturata con gli azionisti.

Orsero

Nel 2024 il dissenso è pari al 23,67% su entrambe le sezioni. La Relazione sulla remunerazione riferita all'Assemblea 2025 presenta «la presente proposta di Politica, immutata rispetto all'anno precedente...» e precisa che «nei numerosi incontri della funzione Investor Relations con gli investitori non sono emersi punti di confronto sulla remunerazione». A fronte di un dissenso superiore al 20% per tre esercizi consecutivi, un'affermazione di questo tenore richiederebbe un riscontro indipendente.

Softlab

Nel 2024 il dissenso è pari al 26,23% sulla Sezione I e al 26,22% sulla Sezione II. La Relazione dichiara in modo esplicito che «il Consiglio di Amministrazione... ha ritenuto di non apportare modifiche alla politica relativa all'esercizio 2024», e la Relazione sul governo societario conferma un'attività minima del Comitato, con due riunioni nel 2024 e due nel 2025.

ERG

Nel 2024 il dissenso è pari all'8,80% sulla Sezione I e al 20,20% sulla Sezione II. La Relazione sul governo societario riferita all'esercizio 2024 riporta, nel calendario del Comitato Nomine e Compensi, il punto «esplicitare il piano di engagement con gli azionisti» (12 marzo 2024), e la Politica di dialogo viene rinominata «Politica di Engagement». Le riunioni del Comitato calano tuttavia da 12 nel 2023 a 7 nel 2024, un calo di attività incompatibile con la definizione di «vigilanza rafforzata» adottata al paragrafo 7.9.3, che richiede un aumento tracciabile delle riunioni; non segue, inoltre, alcuna modifica sostanziale della politica né un resoconto specifico di come il dialogo abbia influenzato le decisioni del consiglio.

El.En.

Nel 2024 il dissenso è pari al 24,96% sulla Sezione I e al 24,95% sulla Sezione II. La Relazione del 13 marzo 2025 dichiara «invariata» la politica del consiglio: le modifiche che richiama (niente bonus ad personam, malus) sono già nella relazione del 14 marzo 2024, prima dell'assemblea, e non rispondono al voto.

Reply

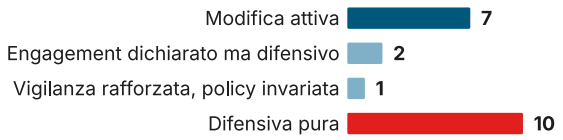
Nel 2024 il dissenso è pari al 28,18% sulla Sezione I e al 23,82% sulla Sezione II. La Relazione del 13 marzo 2025 dichiara la politica «invariata», senza riferimenti al voto né a engagement; la stretta sui bonus straordinari è solo del 2026.

7.11

Quadro d'insieme

La Figura 16 riporta la distribuzione delle 20 società classificate tra le quattro categorie.

FIGURA 16 Risposta dei consigli al dissenso 2024 (20 società classificate)



La Figura 17 incrocia l'intensità del dissenso 2024 (asse orizzontale) con la risposta osservata nel 2025 (asse verticale), per le stesse 20 società.

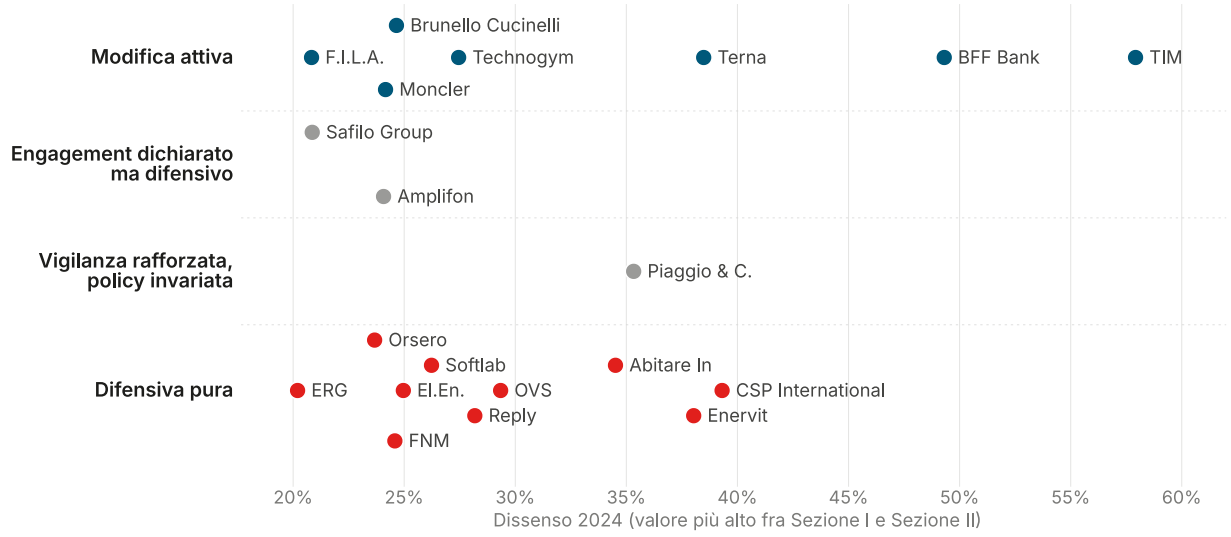
L'intensità del dissenso, da sola, non separa le società difensive da quelle che hanno optato per una Modifica Attiva.

TIM (57,92%), BFF Bank (49,31%) e Terna (38,48%) rispondono tutte con una modifica sostanziale della politica, ma a intensità comparabili Enervit (38,03%) e CSP International (39,31%) restano pienamente difensive. Simmetricamente, tra i dissensi più contenuti solo F.I.L.A. (20,83%) opta per la Modifica Attiva, mentre Safilo (20,86%, con un engagement dichiarato ma nessuna modifica) ed ERG (20,20%) non modificano la politica. Il fattore discriminante non può essere, da solo, il dialogo con investitori e proxy advisor: per costruzione, la categoria Modifica Attiva richiede che l'intervento sia ricondotto in modo esplicito a tale dialogo (paragrafo 7.9.3), e osservare che le società con dialogo strutturato rientrano in quella categoria è quindi vero per definizione, non un risultato empirico. Una variabile più informativa potrebbe essere la dimensione: modificano la politica BFF Bank, Brunello Cucinelli, Technogym, Terna e TIM, mentre le difensive sono per lo più di minori dimensioni; ma Reply, grande società, conferma la politica. È verosimile che la maggiore dimensione renda sostenibile un canale di dialogo strutturato con investitori istituzionali e proxy advisor, il quale va quindi letto come un correlato del processo di modifica – il meccanismo attraverso cui si realizza – più che come un fattore indipendente. Resta comunque un risultato in linea con uno studio sulle quotate italiane del triennio 2014–2016, secondo cui politiche di engagement continuative riducono il dissenso delle minoranze sulle decisioni assembleari, in particolare su quelle relative alla remunerazione[17].

Un dissenso persistente porta più spesso a confermare la politica; uno isolato divide le risposte.

La natura del dissenso (episodio isolato o dissenso persistente) mostra un'associazione con il tipo di risposta, in linea con il profilo degli assetti proprietari discusso al paragrafo 7.4.4. Tra le 7 società con dissenso isolato a un solo esercizio (F.I.L.A., Moncler, Safilo, Terna, CSP International, Softlab ed ERG), le risposte si dividono: 3 di Modifica Attiva, 3 di Difensiva pura e 1 di engagement dichiarato (Safilo); tra le 13 società con dissenso persistente su due o tre esercizi prevale invece la Difensiva pura (7 casi su 13, pari al 54%), mentre 4 (31%) modificano la politica (BFF Bank, Brunello Cucinelli, Technogym e TIM). Gli episodi acuti ma isolati, spesso originati da un singolo evento contingente (un piano di incentivazione contestato, un caso di indennità

FIGURA 17 Mappa di posizionamento per intensità del dissenso 2024 e risposta 2025 (20 società)



17 S. Esposito De Falco, N. Cucari e S. Carbonara, Shareholder engagement e co-creation. Un'analisi su un campione di imprese quotate, Sinergie Italian Journal of Management, 2018. Lo studio esamina il dissenso delle minoranze sulle politiche di remunerazione nelle quotate italiane a larga e media capitalizzazione fra il 2014 e il 2016.

di fine mandato), sembrano più facilmente affrontabili con un intervento mirato e circoscritto. Il dissenso persistente, che nel campione è associato in modo particolare al controllo familiare, riflette più spesso un nodo strutturale – la concentrazione proprietaria stessa – che una singola modifica alla politica retributiva non può risolvere.

Un'avvertenza. Il dato va letto con cautela, trattandosi di un'osservazione su un sottocampione di 20 società.

7.12

Che cosa emerge dall'analisi

Il dissenso sulla remunerazione è un tratto stabile delle assemblee delle quotate italiane.

Fra il 2023 e il 2025, 42 società (su 180) hanno superato almeno una volta la soglia del 20%, e in ciascun anno più della metà di esse si trova sopra la soglia. Il fenomeno non si inasprisce nel triennio e interessa il campione, dai grandi gruppi bancari e industriali alle società di minore capitalizzazione. Sul listino (180 società): mediana 6,3%, 14% delle osservazioni sopra il 20%, astenuti un quinto del dissenso.

Il dissenso assume due forme, e l'assetto proprietario aiuta a distinguerle.

Gli episodi acuti e isolati nascono spesso da un evento straordinario – un'offerta pubblica, una ristrutturazione, un piano di incentivazione contestato – e toccano i picchi più alti senza ripetersi. L'opposizione persistente ha un'intensità più contenuta ed è più frequente nelle società a controllo familiare, dove coincide con lo stesso nucleo di azionisti di minoranza e raramente incide sull'esito del voto. In un mercato a proprietà concentrata la percentuale di voti contrari va quindi letta insieme al peso del flottante.

Le risposte dei consigli sembrano dipendere più dalla dimensione societaria e dalla capacità di dialogo costruita nel tempo che dall'intensità del dissenso.

Delle 20 società per le quali la documentazione permette un giudizio, sette hanno modificato la politica in modo verificabile e dieci l'hanno confermata senza modifiche, mentre tre si collocano in posizioni intermedie (Amplifon e Safilo, con un engagement dichiarato ma difensivo nella sostanza, e Piaggio & C., con una vigilanza rafforzata ma senza modifiche di policy). A parità di dissenso le risposte divergono, e le società che reagiscono con interventi mirati sembrano essere, oltre che quelle con un canale già strutturato con investitori e proxy advisor, anche quelle di maggiore dimensione (paragrafo 7.11). Un dissenso persistente porta più spesso a confermare la politica, uno isolato divide le risposte.

Senza un obbligo di risposta, la trasparenza sul seguito del voto resta affidata alla scelta delle singole società.

Nel Regno Unito la Provision 4 chiede al consiglio, quando il dissenso supera il 20%, di dichiarare come intende consultare gli azionisti e di rendere conto dell'esito. In Italia nessuna norma lo richiede, e la qualità dell'informazione varia molto. Alcune relazioni documentano incontri, temi discussi e modifiche introdotte, altre si limitano a dichiarare la politica «immutata». Dare conto in modo esplicito di come il consiglio ha valutato il voto contrario, e di che cosa ne è seguito, è un passo coerente con lo spirito del Codice di Corporate Governance e utile agli investitori, anche in assenza di un obbligo di legge.

Limiti e sviluppi. L'analisi delle risposte poggia su 20 società e su un solo anno di reazione, il 2025, ricostruito attraverso i documenti pubblicati. Descrive associazioni e non rapporti di causa. Per tre società (Anima Holding, Credito Emiliano e doValue) la documentazione disponibile non ha permesso una classificazione (paragrafo 7.9.2); un aggiornamento della rilevazione, quando la documentazione mancante sarà disponibile, potrà ricondurle a una delle quattro categorie. Estenderla agli esercizi successivi permetterà di verificare se le risposte osservate si consolidano e se le società che hanno modificato la politica registrano un dissenso più basso negli anni seguenti.

08

Divario di genere

IN SINTESI

44%	di donne fra i consiglieri, sopra la quota di legge dei due quinti
7%	di donne fra i CEO: 11 su 163
Nessuna	differenza significativa di fisso a parità di ruolo nel campione complessivo; fra gli esecutivi del consiglio diversi dal CEO un divario del −35%, da approfondire

Il divario di genere riguarda l'accesso ai ruoli esecutivi e alle presidenze più che la remunerazione a parità di ruolo. Nelle 175 società di diritto italiano le donne sono il 56% dei consiglieri non esecutivi e il 7% dei CEO; a parità di ruolo il loro fisso non si distingue da quello degli uomini, con un'eccezione da verificare: nei ruoli esecutivi del consiglio diversi dal CEO le 32 donne hanno un fisso più basso di circa un terzo.

Il capitolo considera i 2.325 profili individuali di consiglio e collegio sindacale, per cui la relazione indica nome e carica; esclude i Dirigenti, riportati quasi sempre tutti insieme, con il genere noto solo per 26 di loro. Il divario retributivo è la differenza percentuale fra il fisso delle donne e quello degli uomini con la stessa carica («a parità di ruolo»), stimata anche tenendo conto di capitalizzazione, settore e indipendenza («a parità di ruolo, dimensione e settore»). Il rapporto non riporta divari grezzi fra tutte le donne e tutti gli uomini, perché confronterebbero ruoli diversi.

8.1

Quadro normativo

Le norme italiane ed europee fissano una quota minima per il genere meno rappresentato negli organi delle società quotate. Nessuna riguarda invece la scelta del CEO, dei presidenti o degli esecutivi.

Leggi 120/2011 (Golfo-Mosca) e 160/2019. Fissano una quota per il genere meno rappresentato negli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate: un terzo con la legge del 2011, due quinti dai rinnovi successivi al 1° gennaio 2020.

Direttiva (UE) 2022/2381 («women on boards»). Chiede alle grandi società quotate, entro il 30 giugno 2026, almeno il 40% del genere meno rappresentato fra gli amministratori non esecutivi oppure almeno il 33% fra tutti gli amministratori. La quota italiana dei due quinti supera il secondo obiettivo.

Direttiva (UE) 2023/970 e D.Lgs. 96/2026 (trasparenza retributiva). Il decreto, in vigore dal 7 giugno 2026, riguarda il lavoro dipendente, dirigenti compresi, non le cariche di amministratore.

Nella composizione degli organi le quote sono rispettate e superate (Tabella 49), ma l'aumento delle donne nei consigli dopo il 2011 si è trasmesso solo in misura modesta ai ruoli esecutivi (Maida e Weber, 2022), come in Norvegia dopo la quota del 2003 (Bertrand e altri, 2019).

8.2

Presenza delle donne nei ruoli

TABELLA 49 Presenza di donne per ruolo – Esercizio 2025 (175 società di diritto italiano, profili individuali di consiglio e collegio sindacale)

Ruolo	Profili	Donne	Quota di donne
ESECUTIVI DEL CDA			
CEO	163	11	7%
Presidente CdA e CEO	27	1	4%
Consigliere Esecutivo	99	24	24%
RUOLI MISTI			
Presidente CdA esecutivo	53	6	11%
Presidente CdA non esecutivo	97	18	19%
Vice Presidente CdA esecutivo	25	5	20%
Vice Presidente CdA non esecutivo	54	8	15%
Direttore Generale	18	1	6%
NON ESECUTIVI E CONTROLLO			
Consigliere Non Esecutivo	1.246	699	56%
Presidente del Collegio Sindacale	173	45	26%
Sindaco Effettivo	370	176	48%

Le donne sono più della metà dei consiglieri non esecutivi e il 7% dei CEO.

La quota di legge, due quinti, vale per l'intero organo: le donne sono il 44% dei consiglieri e il 41% dei sindaci, ma il 56% dei non esecutivi e il 48% dei sindaci effettivi. Scendono a ogni gradino verso i ruoli esecutivi: 24% fra i consiglieri esecutivi, 11% fra i presidenti esecutivi, 7% fra i CEO (11 su 163); delle 169 società con esecutivi del consiglio fra i profili, 36 hanno almeno una donna fra di essi.

Anche nei ruoli non esecutivi le donne arrivano meno spesso alla presidenza: sono il 19% dei presidenti non esecutivi.

Fra i consiglieri non esecutivi sono il 56%. Nel collegio sindacale sono il 26% dei presidenti, contro il 48% dei sindaci effettivi.

8.3

Divario retributivo

TABELLA 50 **Divario retributivo di genere sulla remunerazione fissa, a parità di ruolo – Esercizio 2025 (2.151 profili individuali di consiglio e collegio sindacale con capitalizzazione disponibile; 2.325 per il confronto nella stessa società)**

Confronto sul fisso	Fisso delle donne rispetto agli uomini	Significativo
A parità di ruolo	−5%	No
A parità di ruolo, dimensione, settore e indipendenza	−3%	No
A parità di ruolo, nella stessa società	−3%	No

Il divario è stimato con una regressione sul logaritmo del fisso.

Nel campione complessivo il fisso delle donne nei consigli e nei collegi sindacali non si distingue in modo statisticamente significativo da quello degli uomini a parità di ruolo; l'eccezione sono gli esecutivi del consiglio diversi dal CEO.

La stima è del 5% in meno a parità di solo ruolo e del 3% in meno tenendo conto anche di dimensione, settore e indipendenza, o confrontando persone della stessa società; in nessun caso è statisticamente significativa. Nel campione complessivo non emerge una differenza statisticamente significativa sul fisso a parità di ruolo. Le donne risultano concentrate nei ruoli non esecutivi, caratterizzati da remunerazioni inferiori (Tabella 49); le differenze nei singoli gruppi di ruoli sono approfondite nella Tabella 51.

TABELLA 51 **Divario retributivo sul fisso per gruppo di ruoli – Esercizio 2025 (fisso mediano in migliaia di euro; il divario è stimato a parità di ruolo, capitalizzazione, settore e indipendenza)**

Gruppo	Profili	Donne	Fisso mediano uomini	Fisso mediano donne	Divario a parità di ruolo, dimensione e settore	Significativo
Consiglieri non esecutivi	1.167	647	40	40	**−2%**	No
Collegio sindacale	497	203	39	38	0%	No
CEO	147	11	503	450	**+16%**	No
Esecutivi del consiglio escluso il CEO	160	32			**−35%**	Sì
di cui Consiglieri Esecutivi	92	22	227	188		
di cui Presidenti esecutivi	47	6	400	198		
di cui Vice Presidenti esecutivi	19	4	285	102		
di cui altri consiglieri con deleghe	2	0				

In ogni riga mediane e divario sono calcolati sui profili della colonna «Profili», cioè quelli con capitalizzazione disponibile; le righe «di cui» scompongono i 160 profili del gruppo.

Nei ruoli esecutivi del consiglio diversi dal CEO il fisso delle donne risulta più basso del 35% di quello degli uomini a parità di ruolo, dimensione, settore e indipendenza: è un segnale da verificare, perché riguarda 32 donne.

La differenza è statisticamente significativa per poco (l'intervallo va da −57% a −3%) e dipende dai controlli: con ruolo e dimensione soltanto è del 30% e non significativa (p = 0,09). Un consigliere esecutivo, inoltre, può guidare una divisione o avere una delega limitata, e i dati non distinguono i due casi: con 32 donne è un segnale da verificare società per società, non un verdetto.

Sul variabile in denaro dei ruoli esecutivi non emergono differenze statisticamente significative fra donne e uomini.

A parità di ruolo, dimensione e settore, la quota di donne che ricevono un variabile in denaro è più bassa di 4 punti rispetto a quella degli uomini e l'importo per chi lo riceve è più alto del 21%; il variabile mediano è di 60 euro per 100 euro di fisso per le donne come per gli uomini. Il confronto riguarda 351 profili esecutivi del consiglio, di cui 45 donne; 233 hanno ricevuto un variabile, di cui 26 donne.

Le stime sui ruoli esecutivi poggiano su 45 donne. Non tengono conto dell'anzianità, dell'ampiezza delle deleghe né del legame con l'azionista di controllo.

09

Schede di settore

IN SINTESI

5	comparti a confronto con il panel: partecipate pubbliche, finanza, energia e utilities, industria e manifattura, tecnologia e digitale
4	blocchi per scheda: il CEO; consiglio, collegio e Dirigenti; i piani; risultati e trasparenza
175	società di diritto italiano del panel con cui ogni comparto è confrontato, sempre su valori mediani

Cinque schede riassumono i dati del rapporto per comparto: partecipate pubbliche, finanza, energia e utilities, industria e manifattura, tecnologia e digitale. Ogni scheda confronta il comparto con l'intero panel sui valori mediani dei capitoli 3, 4, 6 e 8, indica la base di ciascun valore ed elenca le società comprese; una società può stare in più comparti (le partecipate pubbliche, per esempio, sono in gran parte anche società energetiche e di pubblica utilità). Le schede non hanno commento; la legenda che segue vale per tutte.

COME LEGGERE LE SCHEDE

Comparto e panel. Il comparto sono le società di diritto italiano elencate in fondo alla scheda. Il panel sono le 175 società di diritto italiano del rapporto. Per entrambi valgono le definizioni e il metodo dei capitoli: i valori del panel sono quelli delle tabelle indicate qui sotto.

Valori mediani. Sono mediane. Fisso dei ruoli: Tabella 5. Totale con azioni del CEO (pacchetto più valore delle azioni di competenza dell'esercizio): Tabella 11. Composizione su 100 euro di remunerazione e variabile per 100 euro di fisso: Tabella 12. CEO con un variabile in denaro e CEO con azioni: Tabella 8. Quota di donne: Tabella 49. Gli esecutivi del consiglio sono CEO, Presidenti e CEO, Consiglieri Esecutivi, Presidenti e Vice Presidenti esecutivi.

Piani. Quota di società. Piano annuale e piano di lungo termine: sulle società del comparto (Tabella 7). Condizione di accesso (gate), clawback e quota differita: sulle società con almeno un piano (Tabella 14). Obiettivi ESG: sulle società con un piano annuale. Obiettivi TSR: sulle società con un piano di lungo termine (Tabella 16).

Risultati. ROE 2025 e TSR a tre anni: valori mediani. CEO pagato in linea con i risultati: pagato più delle società simili con risultati sopra la mediana, o meno con risultati sotto (paragrafo 6.2). In questa riga il panel sono le 120 società non finanziarie del capitolo 6. Lo stesso vale per il comparto, salvo nella scheda Finanza, che legge le società finanziarie come il paragrafo 6.4.

Trasparenza. Payout del bonus annuale: società che dichiarano il bonus maturato in percentuale del target, sulle società con un piano annuale in corso nel 2025 (Tabella 32). Obiettivi con target e consuntivo: quota degli obiettivi del piano annuale per cui la relazione dichiara sia il valore da raggiungere sia il risultato (Tabella 17).

Base. Numero di profili (righe sui ruoli e sul genere) o di società (altre righe) su cui poggia il valore: prima il comparto, poi il panel. Per gli obiettivi con target e consuntivo è il numero di società con obiettivi annuali dichiarati.

n.s. Valore non significativo, non riportato. La base del comparto è inferiore a 10, oppure a 15 società per la riga del capitolo 6 sul legame fra remunerazione e risultati, oppure il valore di questa riga corrisponde a meno di tre società. Con basi così piccole il valore dipende da pochi casi e, insieme all'elenco delle società, li renderebbe riconoscibili.

Dimensione. Il confronto con il listino non tiene conto della dimensione, che da sola spiega quasi metà delle differenze di remunerazione del CEO (paragrafo 6.2). Capitalizzazione e ricavi mediani del comparto sono indicati in fondo a ogni scheda.

SCHEDA DI SETTORE

Partecipate pubbliche

Società quotate partecipate dallo Stato o da enti locali

24 società di diritto italiano · Esercizio 2025 · importi in migliaia di euro, valori mediani

Comparto valore del settore
Panel stesso valore sulle 175 società di diritto italiano
Δ differenza in punti percentuali per le quote, rapporto comparto/panel per gli importi
Base profili o società: comparto · panel

859 mila
Fisso mediano del CEO
Panel 490 ▲ ×1,8
su 23 CEO

156
Variabile del CEO mediano per 100 euro di fisso
Panel 77 ▲ ×2,0
su 23 CEO

91%
Società con obiettivi ESG nel piano annuale
Panel 61% ▲ +30 pt
su 23 società

83%
Società che dichiarano il payout del bonus annuale
Panel 46% ▲ +37 pt
su 23 società

Chi guida: il CEO

	Comparto	Panel	Δ	Base
Fisso mediano	859	490	▲ ×1,8	23 · 163
Totale mediano con azioni	2.279	950	▲ ×2,4	23 · 163
Su 100 euro di remunerazione: fisso/denaro/azioni	39/42/19	57/28/15		23 · 162
Variabile per 100 euro di fisso	156	77	▲ ×2,0	23 · 162
CEO con un variabile in denaro	100%	75%	▲ +25 pt	23 · 163
CEO con azioni	61%	43%	▲ +18 pt	23 · 163

Consiglio, collegio e Dirigenti (fisso)

	Comparto	Panel	Δ	Base
Presidente del CdA	298	252	▲ ×1,2	25 · 150
Consigliere Non Esecutivo	44	40	▲ ×1,1	215 · 1.247
Dirigente con Responsabilità Strategiche	288	269	▲ ×1,1	190 · 730
Presidente del Collegio Sindacale	68	42	▲ ×1,6	27 · 173
Sindaco Effettivo	46	30	▲ ×1,5	71 · 370
Donne fra i non esecutivi	54%	56%	▼ −2 pt	214 · 1.246
Donne fra gli esecutivi del consiglio	6%	13%	▼ −7 pt	32 · 367

I piani (quota di società)

	Comparto	Panel	Δ	Base
Piano annuale (STI)	96%	90%	▲ +6 pt	24 · 175
Piano di lungo termine (LTI)	88%	74%	▲ +14 pt	24 · 175
Condizione di accesso (gate)	74%	72%	▲ +2 pt	23 · 163
Clawback	100%	92%	▲ +8 pt	23 · 163
Quota differita	52%	37%	▲ +15 pt	23 · 163
Obiettivi ESG nel piano annuale	91%	61%	▲ +30 pt	23 · 157
Obiettivi TSR nel piano di lungo termine	52%	34%	▲ +18 pt	21 · 129

Risultati e trasparenza

	Comparto	Panel	Δ	Base
ROE 2025 mediano	+12%	+9%	▲ +3 pt	21 · 120
TSR a tre anni mediano (annuo)	+25%	+9%	▲ +16 pt	21 · 120
CEO pagato in linea con i risultati	57%	54%	▲ +3 pt	21 · 120
Dichiarano il payout del bonus annuale	83%	46%	▲ +37 pt	23 · 155
Obiettivi annuali con target e consuntivo	42%	22%	▲ +20 pt	23 · 145

IL PANEL A2A · Acea · Acinque · Aeroporto di Bologna · Ascopiave · Autostrade Meridionali · Avio · ENAV · Enel · Eni · FNM · Fincantieri · Hera · Iren · Italgas · Italian Exhibition Group · Leonardo · Poste Italiane · Rai Way · Saipem · Snam · TIM · Terna · Trevi Finanziaria Industriale

Capitalizzazione mediana 5.078 milioni di euro (panel 687); ricavi mediani 3.680 milioni (panel 591). Nelle righe sui risultati il comparto comprende le sue 21 società non finanziarie del perimetro del paragrafo 6.2 (restano fuori una società senza CEO e una in liquidazione, con un liquidatore unico); la società finanziaria del comparto è letta nella scheda Finanza.

SCHEDA DI SETTORE

Finanza

Banche, assicurazioni, gestori del risparmio, pagamenti e holding (settore GICS Financials)

31 società di diritto italiano · Esercizio 2025 · importi in migliaia di euro, valori mediani

Comparto valore del settore
Panel stesso valore sulle 175 società di diritto italiano
Δ differenza in punti percentuali per le quote, rapporto comparto/panel per gli importi
Base profili o società: comparto · panel

866 mila
Fisso mediano del CEO
Panel 490 ▲ ×1,8
su 32 CEO

113
Variabile del CEO mediano per 100 euro di fisso
Panel 77 ▲ ×1,5
su 32 CEO

61%
Società con obiettivi ESG nel piano annuale
Panel 61% =
su 31 società

55%
Società che dichiarano il payout del bonus annuale
Panel 46% ▲ +9 pt
su 31 società

Chi guida: il CEO

	Comparto	Panel	Δ	Base
Fisso mediano	866	490	▲ ×1,8	32 · 163
Totale mediano con azioni	2.095	950	▲ ×2,2	32 · 163
Su 100 euro di remunerazione: fisso/denaro/azioni	47/28/25	57/28/15		32 · 162
Variabile per 100 euro di fisso	113	77	▲ ×1,5	32 · 162
CEO con un variabile in denaro	81%	75%	▲ +6 pt	32 · 163
CEO con azioni	62%	43%	▲ +19 pt	32 · 163

Consiglio, collegio e Dirigenti (fisso)

	Comparto	Panel	Δ	Base
Presidente del CdA	310	252	▲ ×1,2	32 · 150
Consigliere Non Esecutivo	65	40	▲ ×1,6	273 · 1.247
Dirigente con Responsabilità Strategiche	324	269	▲ ×1,2	257 · 730
Presidente del Collegio Sindacale	80	42	▲ ×1,9	30 · 173
Sindaco Effettivo	70	30	▲ ×2,3	62 · 370
Donne fra i non esecutivi	55%	56%	▼ −1 pt	273 · 1.246
Donne fra gli esecutivi del consiglio	10%	13%	▼ −3 pt	42 · 367

I piani (quota di società)

	Comparto	Panel	Δ	Base
Piano annuale (STI)	100%	90%	▲ +10 pt	31 · 175
Piano di lungo termine (LTI)	74%	74%	=	31 · 175
Condizione di accesso (gate)	94%	72%	▲ +22 pt	31 · 163
Clawback	100%	92%	▲ +8 pt	31 · 163
Quota differita	61%	37%	▲ +24 pt	31 · 163
Obiettivi ESG nel piano annuale	61%	61%	=	31 · 157
Obiettivi TSR nel piano di lungo termine	35%	34%	▲ +1 pt	23 · 129

Risultati e trasparenza

	Comparto	Panel	Δ	Base
ROE 2025 mediano	+14%	+9%	▲ +5 pt	29 · 120
TSR a tre anni mediano (annuo)	+30%	+9%	▲ +21 pt	29 · 120
CEO pagato in linea con i risultati	45%	54%	▼ −9 pt	29 · 120
Dichiarano il payout del bonus annuale	55%	46%	▲ +9 pt	31 · 155
Obiettivi annuali con target e consuntivo	23%	22%	▲ +1 pt	29 · 145

09

IL PANEL Anima Holding · Assicurazioni Generali · Azimut Holding · BFF Bank · BPER Banca · Banca Generali · Banca Ifis · Banca Mediolanum · Banca Monte dei Paschi di Siena · Banca Popolare di Sondrio · Banca Profilo · Banca Sistema · Banco BPM · Banco di Desio e della Brianza · Credito Emiliano · Equita Group · FinecoBank · Generalfinance · IMMSI · Intesa Sanpaolo · Italmobiliare · Mediobanca · Moltiply Group · Nexi · Poste Italiane · REVO Insurance · Tamburi Investment Partners · UniCredit · Unipol Assicurazioni · Zest · doValue

Capitalizzazione mediana 5.081 milioni di euro (panel 687); ricavi mediani 1.022 milioni (panel 591). Una società ha chiuso un esercizio di sei mesi (luglio–dicembre 2025): il suo CEO, il Presidente e i consiglieri non esecutivi, in carica meno di quattro mesi nell'esercizio, non entrano nei valori, e la società non entra nelle righe sui risultati (capitolo 6); restano i suoi Dirigenti con Responsabilità Strategiche, il collegio sindacale e i piani. Il fisso mediano del CEO è calcolato su tutti i CEO del comparto, come nel capitolo 3; il valore del paragrafo 6.4 (867 mila euro) riguarda il CEO in carica a fine esercizio delle 29 finanziarie con ROE e TSR. Nelle righe sui risultati le finanziarie sono confrontate fra loro, come nel paragrafo 6.4; il panel è quello delle 120 non finanziarie.

SCHEDA DI SETTORE

Energia e utilities

Energia, reti e servizi di pubblica utilità (settori GICS Utilities ed Energy)

18 società di diritto italiano · Esercizio 2025 · importi in migliaia di euro, valori mediani

Comparto valore del settore
Panel stesso valore sulle 175 società di diritto italiano
Δ differenza in punti percentuali per le quote, rapporto comparto/panel per gli importi
Base profili o società: comparto · panel

775 mila
Fisso mediano del CEO
Panel 490 ▲ ×1,6
su 17 CEO

180
Variabile del CEO mediano per 100 euro di fisso
Panel 77 ▲ ×2,3
su 17 CEO

83%
Società con obiettivi ESG nel piano annuale
Panel 61% ▲ +22 pt
su 18 società

72%
Società che dichiarano il payout del bonus annuale
Panel 46% ▲ +26 pt
su 18 società

Chi guida: il CEO

	Comparto	Panel	Δ	Base
Fisso mediano	775	490	▲ ×1,6	17 · 163
Totale mediano con azioni	2.279	950	▲ ×2,4	17 · 163
Su 100 euro di remunerazione: fisso/denaro/azioni	36/48/16	57/28/15		17 · 162
Variabile per 100 euro di fisso	180	77	▲ ×2,3	17 · 162
CEO con un variabile in denaro	100%	75%	▲ +25 pt	17 · 163
CEO con azioni	47%	43%	▲ +4 pt	17 · 163

Consiglio, collegio e Dirigenti (fisso)

	Comparto	Panel	Δ	Base
Presidente del CdA	324	252	▲ ×1,3	17 · 150
Consigliere Non Esecutivo	46	40	▲ ×1,1	154 · 1.247
Dirigente con Responsabilità Strategiche	257	269	≈	139 · 730
Presidente del Collegio Sindacale	70	42	▲ ×1,7	19 · 173
Sindaco Effettivo	50	30	▲ ×1,7	45 · 370
Donne fra i non esecutivi	56%	56%	=	154 · 1.246
Donne fra gli esecutivi del consiglio	10%	13%	▼ −3 pt	30 · 367

I piani (quota di società)

	Comparto	Panel	Δ	Base
Piano annuale (STI)	100%	90%	▲ +10 pt	18 · 175
Piano di lungo termine (LTI)	83%	74%	▲ +9 pt	18 · 175
Condizione di accesso (gate)	61%	72%	▼ −11 pt	18 · 163
Clawback	94%	92%	▲ +2 pt	18 · 163
Quota differita	44%	37%	▲ +7 pt	18 · 163
Obiettivi ESG nel piano annuale	83%	61%	▲ +22 pt	18 · 157
Obiettivi TSR nel piano di lungo termine	40%	34%	▲ +6 pt	15 · 129

Risultati e trasparenza

	Comparto	Panel	Δ	Base
ROE 2025 mediano	+13%	+9%	▲ +4 pt	17 · 120
TSR a tre anni mediano (annuo)	+21%	+9%	▲ +12 pt	17 · 120
CEO pagato in linea con i risultati	71%	54%	▲ +17 pt	17 · 120
Dichiarano il payout del bonus annuale	72%	46%	▲ +26 pt	18 · 155
Obiettivi annuali con target e consuntivo	53%	22%	▲ +31 pt	18 · 145

IL PANEL A2A · Acea · Acinque · Alerion Clean Power · Altea Green Power · Ascopiave · ERG · Edison · Enel · Eni · Gas Plus · Hera · Iren · Italgas · PLC · Saipem · Snam · Terna

Capitalizzazione mediana 4.722 milioni di euro (panel 687); ricavi mediani 3.680 milioni (panel 591).

SCHEDA DI SETTORE

Industria e manifattura

Meccanica, componenti, materiali, beni durevoli, nautica e automotive (settori GICS Industrials, Materials e beni di consumo durevoli; escluse infrastrutture, servizi, costruzioni, ingegneria, holding, moda e lusso)

44 società di diritto italiano · Esercizio 2025 · importi in migliaia di euro, valori mediani

Comparto valore del settore
Panel stesso valore sulle 175 società di diritto italiano
Δ differenza in punti percentuali per le quote, rapporto comparto/panel per gli importi
Base profili o società: comparto · panel

443 mila
Fisso mediano del CEO
Panel 490 ▼ ×0,9
su 40 CEO

36
Variabile del CEO mediano per 100 euro di fisso
Panel 77 ▼ ×0,5
su 39 CEO

62%
Società con obiettivi ESG nel piano annuale
Panel 61% ▲ +1 pt
su 40 società

38%
Società che dichiarano il payout del bonus annuale
Panel 46% ▼ −8 pt
su 40 società

Chi guida: il CEO

	Comparto	Panel	Δ	Base
Fisso mediano	443	490	▼ ×0,9	40 · 163
Totale mediano con azioni	636	950	▼ ×0,7	40 · 163
Su 100 euro di remunerazione: fisso/denaro/azioni	74/20/6	57/28/15		39 · 162
Variabile per 100 euro di fisso	36	77	▼ ×0,5	39 · 162
CEO con un variabile in denaro	75%	75%	=	40 · 163
CEO con azioni	22%	43%	▼ −21 pt	40 · 163

Consiglio, collegio e Dirigenti (fisso)

	Comparto	Panel	Δ	Base
Presidente del CdA	202	252	▼ ×0,8	31 · 150
Consigliere Non Esecutivo	40	40	≈	292 · 1.247
Dirigente con Responsabilità Strategiche	176	269	▼ ×0,7	137 · 730
Presidente del Collegio Sindacale	40	42	≈	42 · 173
Sindaco Effettivo	30	30	≈	89 · 370
Donne fra i non esecutivi	57%	56%	▲ +1 pt	292 · 1.246
Donne fra gli esecutivi del consiglio	13%	13%	=	115 · 367

I piani (quota di società)

	Comparto	Panel	Δ	Base
Piano annuale (STI)	91%	90%	▲ +1 pt	44 · 175
Piano di lungo termine (LTI)	73%	74%	▼ −1 pt	44 · 175
Condizione di accesso (gate)	64%	72%	▼ −8 pt	42 · 163
Clawback	88%	92%	▼ −4 pt	42 · 163
Quota differita	33%	37%	▼ −4 pt	42 · 163
Obiettivi ESG nel piano annuale	62%	61%	▲ +1 pt	40 · 157
Obiettivi TSR nel piano di lungo termine	28%	34%	▼ −6 pt	32 · 129

Risultati e trasparenza

	Comparto	Panel	Δ	Base
ROE 2025 mediano	+9%	+9%	=	36 · 120
TSR a tre anni mediano (annuo)	+4%	+9%	▼ −5 pt	36 · 120
CEO pagato in linea con i risultati	56%	54%	▲ +2 pt	36 · 120
Dichiarano il payout del bonus annuale	38%	46%	▼ −8 pt	40 · 155
Obiettivi annuali con target e consuntivo	18%	22%	▼ −4 pt	35 · 145

IL PANEL Aquafil · Avio · B&C Speakers · Biesse · Buzzi · Caleffi · Carel Industries · Cellularline · Cembre · Comer Industries · Danieli · De'Longhi · Dexelance · Elica · Emak · EuroGroup Laminations · F.I.L.A. · Ferretti · Fidia · Fincantieri · Gefran · Indel B · Industrie De Nora · Interpump Group · Irce · KME Group · LU-VE · Leonardo · Met.Extra Group · Neodecortech · Piaggio & C. · Pininfarina · Pirelli & C. · Prysmian · SIT · SOMEC · Sabaf · Sanlorenzo · Seri Industrial · Sogefi · Technogym · Tesmec · The Italian Sea Group · Zignago Vetro

Capitalizzazione mediana 450 milioni di euro (panel 687); ricavi mediani 578 milioni (panel 591).

SCHEDA DI SETTORE

Tecnologia e digitale

Tecnologia, software, servizi digitali e infrastrutture di rete (settori GICS Information Technology e Communication Services, esclusi editoria, televisione, distribuzione e grandi operatori di telecomunicazioni)

21 società di diritto italiano · Esercizio 2025 · importi in migliaia di euro, valori mediani

Comparto valore del settore
Panel stesso valore sulle 175 società di diritto italiano
Δ differenza in punti percentuali per le quote, rapporto comparto/panel per gli importi
Base profili o società: comparto · panel

350 mila
Fisso mediano del CEO
Panel 490 ▼ ×0,7
su 18 CEO

35
Variabile del CEO mediano per 100 euro di fisso
Panel 77 ▼ ×0,5
su 18 CEO

53%
Società con obiettivi ESG nel piano annuale
Panel 61% ▼ −8 pt
su 17 società

31%
Società che dichiarano il payout del bonus annuale
Panel 46% ▼ −15 pt
su 16 società

Chi guida: il CEO

	Comparto	Panel	Δ	Base
Fisso mediano	350	490	▼ ×0,7	18 · 163
Totale mediano con azioni	675	950	▼ ×0,7	18 · 163
Su 100 euro di remunerazione: fisso/denaro/azioni	74/14/12	57/28/15		18 · 162
Variabile per 100 euro di fisso	35	77	▼ ×0,5	18 · 162
CEO con un variabile in denaro	61%	75%	▼ −14 pt	18 · 163
CEO con azioni	50%	43%	▲ +7 pt	18 · 163

Consiglio, collegio e Dirigenti (fisso)

	Comparto	Panel	Δ	Base
Presidente del CdA	191	252	▼ ×0,8	18 · 150
Consigliere Non Esecutivo	29	40	▼ ×0,7	124 · 1.247
Dirigente con Responsabilità Strategiche	175	269	▼ ×0,7	37 · 730
Presidente del Collegio Sindacale	36	42	▼ ×0,9	19 · 173
Sindaco Effettivo	24	30	▼ ×0,8	42 · 370
Donne fra i non esecutivi	52%	56%	▼ −4 pt	124 · 1.246
Donne fra gli esecutivi del consiglio	13%	13%	=	46 · 367

I piani (quota di società)

	Comparto	Panel	Δ	Base
Piano annuale (STI)	81%	90%	▼ −9 pt	21 · 175
Piano di lungo termine (LTI)	81%	74%	▲ +7 pt	21 · 175
Condizione di accesso (gate)	74%	72%	▲ +2 pt	19 · 163
Clawback	89%	92%	▼ −3 pt	19 · 163
Quota differita	11%	37%	▼ −26 pt	19 · 163
Obiettivi ESG nel piano annuale	53%	61%	▼ −8 pt	17 · 157
Obiettivi TSR nel piano di lungo termine	41%	34%	▲ +7 pt	17 · 129

Risultati e trasparenza

	Comparto	Panel	Δ	Base
ROE 2025 mediano	+3%	+9%	▼ −6 pt	16 · 120
TSR a tre anni mediano (annuo)	−6%	+9%	▼ −15 pt	16 · 120
CEO pagato in linea con i risultati	62%	54%	▲ +8 pt	16 · 120
Dichiarano il payout del bonus annuale	31%	46%	▼ −15 pt	16 · 155
Obiettivi annuali con target e consuntivo	14%	22%	▼ −8 pt	17 · 145

IL PANEL Beewize · Cy4gate · Datalogic · Digital Bros · Digital Value · Eurotech · INWIT · Itway · Olidata · Rai Way · Reply · SECO · Sesa · Softlab · Sys-Dat · TXT E-Solutions · Technoprobe · Tinexta · Triboo · Unidata · WIIT

Capitalizzazione mediana 243 milioni di euro (panel 687); ricavi mediani 164 milioni (panel 591).

Conclusione

La buona governance retributiva, nella forma, è acquisita. Le regole oggi sono la norma: tetti, clausole di restituzione, obiettivi di sostenibilità, relazioni dettagliate. È un risultato da riconoscere, frutto del lavoro di regolatori, investitori e consigli.

La sfida si è spostata dalle regole al loro contenuto. Il variabile tende a seguire i risultati, ma la remunerazione complessiva racconta soprattutto la dimensione e le scelte di ciascuna impresa. Le regole hanno disciplinato bene quanto un piano può pagare; resta da lavorare su che cosa premia. Molti piani misurano la crescita e il margine, meno spesso il rendimento del capitale che l'azionista ha affidato all'impresa.

Il valore del voto dipende dalla verificabilità. I piani sono descritti con cura, la loro esecuzione meno. Chi vota la politica di remunerazione approva regole che può leggere, ma fatica a ritrovarle nei pagamenti: succede per i bonus, il cui grado di maturazione rispetto al target è dichiarato di rado, e per le uscite dei vertici, regolate più spesso da accordi presi al momento che da clausole fissate prima. Ricondurre ogni pagamento alla regola votata è forse il passo che più rafforzerebbe la fiducia nel sistema.

Il dialogo con gli azionisti è aperto, e la parità di genere è soprattutto una questione di accesso. Il dissenso assembleare è frequente e i consigli rispondono in modi diversi, non sempre documentati. Fra donne e uomini la distanza sta nei ruoli esecutivi, che restano in larga parte maschili.

Un incentivo agisce su una persona. La remunerazione variabile orienta il lavoro di un CEO quando chi la riceve ne riconosce il legame con le proprie decisioni, quando il premio non è troppo lontano e quando il consuntivo è chiaro. Per questo pochi obiettivi controllabili, una misura del valore creato per l'azionista e un consuntivo dichiarato anche quando il bonus non matura contano più del numero di condizioni.

La fiducia, l'autonomia e il riconoscimento sono leve che nessun piano e nessuna remunerazione può sostituire.

Gruppo di lavoro

W EXECUTIVE
Tailoring Your Success

W Executive è una realtà imprenditoriale italiana specializzata nell'Executive Search e nella consulenza People & Organization. Affianca imprese e fondi di investimento nella scelta dei leader e nello sviluppo delle organizzazioni, in Italia e sui mercati internazionali.

Ogni ricerca parte dalla comprensione del business, della cultura aziendale e dei risultati attesi. Il metodo combina esperienza dei Partner, practice specializzate per settore e funzione e strumenti proprietari, per valutare le competenze dei candidati e la loro capacità di contribuire nel contesto specifico del cliente.

La presenza internazionale in Francia, Spagna, Svizzera e UK unisce conoscenza dei mercati locali e coordinamento delle ricerche tra Paesi. L'offerta si completa con WeHunt, dedicato ai professionisti qualificati e al middle management, e W Advisory, specializzato in progettazione organizzativa, sistemi retributivi, valutazione e sviluppo delle persone.



Ottavio Maria Campigli

Fondatore e Senior Equity Partner, W Executive

Ottavio Maria Campigli è fondatore e Senior Equity Partner di W Executive. Ha maturato 16 anni nella consulenza HR (già Partner di Badenoch & Clark) ed è un punto di riferimento per fondi d'investimento e aziende nell'ambito dell'imprenditoria e dell'innovazione.

È anche HR Advisor & Shareholder del fondo d'investimento Moonstone, Mentor presso Endeavor e Leader del Topic People & Organization presso Bocconi Alumni, oltre ad aver contribuito all'ecosistema tech come Advisor o Business Angel in oltre 60 startup.

Laureato in Management in Bocconi, Ottavio ha studiato presso l'Università del Wisconsin e l'Università di Pechino e nel 2020 ha completato un Executive MBA in SDA Bocconi ricevendo la menzione al merito. Nel 2024 è stato inserito nella lista dei migliori 40u40 Leader europei secondo Business Elite Awards.



Raffaele Bonfitto

Fondatore e Senior Equity Partner, W Executive

Laureato in Ingegneria Aerospaziale presso l'Università degli Studi di Roma "La Sapienza", ha completato ed arricchito il proprio percorso di studi in ambito Aeronautico conseguendo la Licenza ATPL (Airline Transport Pilot Licence) e maturato oltre 500 ore di volo su diversi velivoli commerciali.

Professionista con oltre 15 anni di esperienza nel settore della consulenza HR, ha maturato una solida expertise nel Settore dell'Head Hunting ricoprendo ruoli di rilevante responsabilità in società multinazionali di primaria importanza.

GRUPPO DI LAVORO

W Advisory è il brand di consulenza organizzativa di W Executive. Nasce dall'esperienza di professionisti che da quasi vent'anni affiancano imprese e fondi di investimento nelle decisioni che riguardano le persone.

Il metodo unisce due competenze che di solito restano separate. L'ingegneria dei sistemi organizzativi disegna processi, ruoli e criteri chiari e misurabili. Le scienze umane, a partire dalle neuroscienze, spiegano come le persone si motivano, decidono e reagiscono sotto pressione. Così ogni scelta organizzativa è costruita in modo analitico, ma sempre tenendo conto delle persone che la devono vivere.

Il metodo si appoggia su strumenti proprietari. W FAIR analizza le retribuzioni e prepara le aziende alla trasparenza retributiva richiesta dal D.Lgs. 96/2026. Il W Assessment Center va oltre i test tradizionali, che si fermano a descrivere uno stile, e misura come una persona si attiva e quanto può crescere.

Attraverso strumenti e progetti ad hoc, W Advisory ridisegna strutture e ruoli, rende i sistemi retributivi equi e trasparenti, valuta potenziale e performance e prepara la successione nei ruoli chiave prima che diventi un'urgenza.



Marco Planzi

Partner, W Advisory

Ingegnere gestionale laureato al Politecnico di Milano, ha studiato anche presso la TUM – Technische Universität München e ha conseguito un Master in General Management al MIP – School of Management del Politecnico di Milano. È autore del libro *Innovazione Organizzativa* (2025).

Oggi guida lo sviluppo di W Advisory, brand di consulenza specializzata in governance, organizzazione e management. Affianca grandi imprese, fondi d'investimento e holding industriali su valutazione di consigli di amministrazione e CEO, assetti organizzativi e trasformazione organizzativa.



Laura Cavallaro

Partner, W Advisory

Ingegnere gestionale del Politecnico di Milano, dove ha partecipato anche alla fase di lancio di PoliHub, l'incubatore del Politecnico. Da oltre 15 anni si occupa di innovazione organizzativa e comunicazione, aiutando le imprese nei loro percorsi di cambiamento organizzativo. Ha lavorato con oltre 50 tra le principali imprese italiane e internazionali.

È appassionata di marketing e crede che la comunicazione interna sia una leva fondamentale per mantenere allineate le organizzazioni nei cambiamenti. Negli ultimi anni ha approfondito le implicazioni delle neuroscienze nella gestione del cambiamento e delle organizzazioni, formandosi al MIT in Neuroscience for Leadership.

GRUPPO DI LAVORO

Ermes è una startup universitaria nata all'interno della Sapienza Università di Roma, che offre soluzioni personalizzate in aree strategiche quali sostenibilità, corporate governance, turnaround, strategie di crescita, risk management, valutazioni aziendali per operazioni di M&A, piani industriali per situazioni di crisi o di espansione, advisory per IPO e project financing, oltre all'ottimizzazione dei processi e dei sistemi di CRM. Grazie alle competenze dei suoi fondatori, fra i quali professori della Sapienza e professionisti del settore, Ermes offre servizi di ricerca applicata e di consulenza aziendale con un solido fondamento scientifico. Le sue soluzioni sono rivolte a imprese, investitori e istituzioni, con l'obiettivo di migliorare l'efficienza e la sostenibilità delle organizzazioni.

IL GRUPPO DI RICERCA

Salvatore Esposito De Falco

Professore ordinario di Economia e gestione delle imprese presso il Dipartimento di Management della Sapienza Università di Roma, dove insegna Corporate Governance. La sua attività scientifica si concentra sui sistemi di governo societario, sulla sostenibilità e sui fattori che influenzano la competitività e l'innovazione delle imprese, con particolare attenzione ai modelli di governance e ai processi di creazione del valore. È autore di oltre 110 articoli pubblicati su riviste nazionali e internazionali e di sette monografie, tra cui *Corporate governance. Teorie, attori e sistemi di controllo nelle imprese* (McGraw Hill, 2026). È socio di Ermes Sapienza, startup di cui presiede il Consiglio di amministrazione.

Nicola Cucari

Professore associato di Economia e gestione delle imprese presso il Dipartimento di Management della Sapienza Università di Roma e Junior Research Fellow della Scuola Superiore di Studi Avanzati Sapienza. La sua attività di ricerca riguarda l'imprenditorialità, la corporate governance e la sostenibilità, con attenzione alle relazioni tra assetti di governo, comportamenti organizzativi e creazione di valore. È Editor-in-Chief dell'*International Journal of Business Governance and Ethics*. È socio di Ermes Sapienza.

Giacinto Coniglio

Dottorando in Management, Banking and Commodity Sciences (curriculum Business Management) presso la Sapienza Università di Roma. I suoi interessi scientifici riguardano la corporate governance, la sostenibilità e l'innovazione delle imprese. È autore di pubblicazioni scientifiche internazionali su tali tematiche. Ha contribuito, in collaborazione con Ermes, alla realizzazione della presente ricerca.

Estelina Dalipi

Dottoranda in Management, Banking and Commodity Sciences (curriculum Business Management) presso la Sapienza Università di Roma. La sua attività di ricerca si concentra sui sistemi di corporate governance, con particolare attenzione alla remunerazione manageriale e alla sostenibilità delle imprese. È autrice di pubblicazioni scientifiche internazionali su tali tematiche. Svolge inoltre attività professionale come junior proxy advisor. Ha contribuito, in collaborazione con Ermes, alla realizzazione della presente ricerca.

Nota metodologica e fonti

Questa nota spiega da dove vengono i dati e come sono stati trattati. Vale per tutti i capitoli salvo il 7, che ha campione e metodo propri. Il panel è descritto nel capitolo 1; i termini sono definiti nel glossario.

FONTI

La fonte è il documento della società. Le fonti istituzionali servono solo per ciò che il documento non contiene (assetto proprietario, patti, ISIN, segmento) o per risolvere un dato contraddittorio. Se le fonti divergono prevale il documento, salvo per i dati di cui l'istituzione è depositaria per legge, come le partecipazioni comunicate alla Consob.

TABELLA 52 **Fonti del rapporto**

Fonte	Che cosa fornisce	Data
Relazioni sulla remunerazione (art. 123-ter TUF e art. 84-quater Regolamento Emittenti Consob)	Sezione II: compensi corrisposti (Tabelle 1, 2, 3A e 3B dello Schema 7-bis). Sezione I: politica, piani, obiettivi, condizioni	Esercizio 2025; per dieci società esercizio non solare (vedi Date di riferimento)
Bilanci consolidati 2025	Ricavi, utile, patrimonio netto, totale attivo, con pagina e definizione usata dalla società	Esercizio 2025
Consob: partecipazioni rilevanti, patti parasociali, capitale e diritti di voto	Primo azionista e sua quota, tipo di controllo, patti vigenti	4–5 ottobre 2026
Borsa Italiana: listino azioni	Codice ISIN e segmento di quotazione	4 ottobre 2026
Siti e relazioni annuali delle società di diritto estero; Form 20-F per Tenaris	Assetto proprietario delle 11 società estere	Data indicata dalla fonte
Prezzi di Borsa e dividendi (stockanalysis.com; per 24 società Borsa Italiana, Yahoo Finance, comunicati societari)	Rendimento per l'azionista a tre anni (TSR): per 65 società del capitolo 6 rapporto fra i prezzi di fine 2025 e di fine 2022 rettificati per i dividendi, per 60 composizione dei rendimenti annui 2023–2025 (variazione del prezzo più rendimento da dividendi), da stockanalysis.com; per 24 ricostruito da prezzi e dividendi (Borsa Italiana, Yahoo Finance, comunicati societari)	30 dicembre 2022 – 30 dicembre 2025
Testo Unico della Finanza, Regolamento Emittenti Consob, Codice di Corporate Governance, leggi e direttive citate (testi vigenti)	Norme richiamate nei capitoli 2, 5 e 8 e nel glossario	9 ottobre 2026

CAPITOLO PER CAPITOLO

Piani, regole e obiettivi (capitolo 4). Il database contiene 947 piani descritti nelle 186 relazioni. Le analisi del capitolo 4 usano gli 828 piani annuali e di lungo termine delle 175 società di diritto italiano: restano fuori gli 82 piani delle società estere e i 26 classificati come altri (bonus una tantum, premi d'ingresso) e le righe segnaposto delle 10 società senza piano.

Severance (capitolo 5). Il perimetro sono tutte le 186 società del panel, comprese le 11 di diritto estero, con il loro vertice esecutivo: CEO, direttore generale o presidente che è anche CEO. Le fonti sono la Sezione I e la Sezione II della relazione sul 2025, lette insieme; il modello a dieci elementi e le regole seguite nei casi dubbi sono nella Tabella 19. Le 17 uscite sono le cessazioni dalla società riportate nelle relazioni; i comunicati diffusi al mercato alla cessazione non sono usati.

Pay for performance (capitolo 6). Perimetro, risultati e società simili sono definiti all'inizio del capitolo 6 e nel paragrafo 6.2. Il TSR a tre anni viene dai prezzi di stockanalysis.com: dove la serie è rettificata per i dividendi (65 società) è il rapporto fra i prezzi di fine 2025 e di fine 2022, altrimenti (60 società) compone i rendimenti annui 2023–2025, variazione del prezzo più dividendi; per le altre 24 è ricostruito da prezzi e dividendi di Borsa Italiana, Yahoo Finance e comunicati societari. L'appartenenza del CEO alla famiglia di controllo si ricava dalla descrizione dell'azionista di controllo e dalle note dei profili. Il modello statistico è una regressione del logaritmo della remunerazione sul logaritmo dei ricavi, sulla posizione nei risultati, sull'assetto proprietario e sul settore (Gabaix e Landier, 2008). Il capitolo misura associazioni, non cause.

Le neuroscienze (paragrafo 6.5). Il paragrafo è una chiave di lettura dei risultati proposta da W Advisory, non un'analisi del database: i numeri citati vengono dai capitoli 4 e 6; le 19 società in perdita e le 8 in cui il CEO ha ricevuto un variabile in denaro sono contate nel

perimetro del capitolo 6 (utile netto 2025 negativo). Gli studi citati sono: Arnsten (2009, Nature Reviews Neuroscience); Cerasoli, Nicklin e Ford (2014, Psychological Bulletin); Cloninger, Svrakic e Przybeck (1993, Archives of General Psychiatry); Damasio (1994, Descartes' Error); Deci, Koestner e Ryan (1999, Psychological Bulletin); Deci e Ryan (2000, Psychological Inquiry); Frederick, Loewenstein e O'Donoghue (2002, Journal of Economic Literature); Izuma, Saito e Sadato (2008, Neuron); Jensen e Meckling (1976, Journal of Financial Economics); Kable e Glimcher (2007, Nature Neuroscience); Kahneman (2011, Thinking, Fast and Slow); Kahneman e Tversky (1979, Econometrica); Locke e Latham (2002, American Psychologist); Sapolsky (2017, Behave); Schultz, Dayan e Montague (1997, Science); Shenhav, Botvinick e Cohen (2013, Neuron); Tversky e Kahneman (1974, Science); Yerkes e Dodson (1908, Journal of Comparative Neurology and Psychology).

Il dissenso degli azionisti (capitolo 7). Il capitolo ha campione e metodo propri, descritti nel paragrafo 7.3. Il dissenso è rilevato sui verbali delle assemblee 2023–2025. Il campione sono 42 società: fra le 180 con verbali completi, 44 hanno superato almeno una volta il 20% di dissenso, e due sono uscite dal listino nel periodo. Gli interventi redazionali riguardano la numerazione e l'uniformità tipografica (nomi delle società, decimali, virgolette).

Il divario di genere (capitolo 8). Perimetro e definizioni sono all'inizio del capitolo 8. I Dirigenti con Responsabilità Strategiche sono esclusi perché le relazioni li riportano quasi sempre tutti insieme: il genere è noto per 26 su 730. Il divario è stimato con una regressione sul logaritmo del fisso, anche confrontando persone della stessa società. Gli studi citati nel capitolo sono Maida e Weber (2022, ILR Review) e Bertrand, Black, Jensen e Lleras-Muney (2019, Review of Economic Studies).

Le schede di settore (capitolo 9). Ogni scheda confronta un comparto con il panel delle 175 società, usando solo valori mediani. Nel comparto più piccolo, di 18 società, una società vale circa 6 punti percentuali.

DATE DI RIFERIMENTO

TABELLA 53 **Date di riferimento dei dati**

Dato	Data
Remunerazioni, piani, obiettivi, bilanci	Esercizio 2025
Rendimento di Borsa	30 dicembre 2022 – 30 dicembre 2025
Tipo di controllo, ISIN e segmento	4 ottobre 2026
Quota del primo azionista e patti parasociali	5 ottobre 2026
Chiusura del database	5 ottobre 2026
Voti assembleari (capitolo 7)	Assemblee 2023–2025

Esercizi non solari. Per dieci società l'esercizio 2025 non coincide con l'anno solare. La regola è l'esercizio chiuso nel corso del 2025, con la relazione sulla remunerazione che lo riguarda. Per Mediobanca, che nel 2025 ha chiuso anche un esercizio di sei mesi (luglio–dicembre), vale quest'ultimo (scheda Finanza).

Glossario

I termini sono raggruppati per argomento. Per gli indicatori costruiti in questo rapporto la voce spiega anche come si calcolano, con un esempio.

RUOLI E ORGANI

CEO. L'amministratore delegato (Chief Executive Officer), il ruolo esecutivo di vertice del consiglio di amministrazione. Comprende chi è anche direttore generale.

Presidente e CEO. Il presidente del consiglio di amministrazione che è anche amministratore delegato. È contato a parte rispetto al CEO.

Presidente e Vice Presidente del CdA. Il presidente del consiglio di amministrazione senza la carica di amministratore delegato, e il suo vice. Sono esecutivi se hanno deleghe di gestione, altrimenti sono non esecutivi.

Consigliere esecutivo e non esecutivo. Il consigliere esecutivo ha deleghe di gestione attribuite formalmente; il non esecutivo non ne ha.

Consigliere indipendente. Il consigliere non esecutivo senza rapporti con la società, i suoi azionisti di controllo o i suoi amministratori tali da condizionarne il giudizio, secondo i requisiti del TUF e del Codice di Corporate Governance.

Direttore Generale. Il dirigente al vertice della struttura operativa, quando non è anche amministratore delegato.

Dirigenti con Responsabilità Strategiche. Chi ha il potere e la responsabilità di pianificare, dirigere e controllare l'attività della società (definizione Consob, ripresa dal principio contabile IAS 24). Quando la relazione ne indica le remunerazioni in una riga unica, il rapporto divide il totale per il numero di dirigenti dichiarato. Nel testo sono spesso chiamati solo «Dirigenti».

Gruppi di ruoli. Il rapporto riconduce le cariche a dieci ruoli, raccolti in quattro gruppi. Esecutivi del CdA: CEO, Presidente e CEO, Consigliere Esecutivo. Ruoli misti: Presidente e Vice Presidente del CdA, con o senza deleghe, e Direttore Generale. Management: Dirigenti con Responsabilità Strategiche. Non esecutivi e controllo: Consigliere Non Esecutivo, Presidente del Collegio Sindacale, Sindaco Effettivo.

Profilo. Una persona in una carica in una società: chi ha due cariche in due società del panel conta due volte. Il rapporto considera i profili in carica per almeno quattro mesi nell'esercizio e con una remunerazione maggiore di zero: 3.057 in tutto.

SOCIETÀ, MERCATI E PROPRIETÀ

Panel. Le 186 società quotate su Euronext Milan ed Euronext STAR Milan studiate nel rapporto; tabelle e confronti riguardano le 175 di diritto italiano. Le 11 di diritto estero, costituite secondo il diritto di un altro Paese (Paesi Bassi e Lussemburgo), restano fuori, salvo nel capitolo 5 sulla severance, che legge tutte le 186.

Fatturato (ricavi). I ricavi consolidati dell'esercizio 2025; per banche e società finanziarie il margine di intermediazione, per le assicurazioni i premi emessi.

Fasce dimensionali. Tre classi di capitalizzazione o di fatturato, le stesse dell'Outlook 2025: fino a 100 milioni di euro, da 100 a 800 milioni, oltre 800 milioni.

Settore (GICS). La classificazione internazionale delle attività economiche (Global Industry Classification Standard), in 11 settori. Il rapporto separa dall'Industria il gruppo «Infrastrutture»: aeroporti, autostrade, ferrovie, controllo del traffico aereo.

Società finanziarie. Le società del settore GICS Financials: banche, assicurazioni, gestori del risparmio, società di pagamento, holding di partecipazioni. Nel capitolo 6 sono lette a parte.

Assetto proprietario (tipo di controllo). Chi controlla la società: una famiglia o i fondatori, un ente pubblico, un fondo o un investitore istituzionale, un patto fra soci. Si parla di azionariato diffuso quando nessuno ha il controllo.

Partecipata pubblica. Società il cui primo azionista è lo Stato (direttamente o tramite Cassa Depositi e Prestiti), una Regione, un Comune o un altro ente pubblico, oppure una società controllata da uno di questi, anche con una quota inferiore alla maggioranza. È una definizione più ampia del controllo pubblico usato nei capitoli 5 e 6, che guarda a chi controlla la società.

RELAZIONE SULLA REMUNERAZIONE

Relazione sulla remunerazione. Il documento che ogni società quotata italiana pubblica ogni anno sulla remunerazione di amministratori, sindaci, direttori generali e Dirigenti con Responsabilità Strategiche (art. 123-ter TUF e art. 84-quater del Regolamento Emittenti Consob). È la fonte principale del rapporto.

Sezione I. La politica di remunerazione: come la società intende pagare, con quali piani, obiettivi e regole. Gli azionisti la votano con voto vincolante almeno ogni tre anni e a ogni modifica. Nelle relazioni pubblicate nel 2026 descrive la politica per il 2026.

Sezione II. La remunerazione dell'esercizio, persona per persona, in tabelle con un formato fissato dalla

Consob. Gli azionisti la votano ogni anno con voto consultivo.

Tabella 1 della relazione. La tabella della Sezione II che riporta per ogni persona tutta la remunerazione dell'esercizio, nelle colonne compensi fissi, compensi per i comitati, compensi variabili non equity, benefici non monetari, altri compensi, totale, fair value dei compensi equity, indennità di fine carica. Il capitolo 2 ne descrive le colonne, insieme alle Tabelle 2, 3A e 3B.

Fair value dei compensi equity. La quota di competenza dell'esercizio del valore degli strumenti azionari assegnati, calcolata secondo il principio contabile IFRS 2. Il valore stimato alla data di assegnazione è ripartito sugli anni in cui il piano matura. Non è una somma incassata. Nel testo del rapporto è chiamato valore delle azioni.

MISURE DELLA REMUNERAZIONE

Fisso. La colonna «compensi fissi» della Tabella 1 della relazione, con la stessa definizione dell'Outlook 2025: comprende la retribuzione da lavoro dipendente, anche quando la società la indica fra gli «altri compensi», e non comprende la remunerazione per i comitati.

Variabile in denaro. Bonus e partecipazione agli utili della Tabella 1 della relazione. Comprende il bonus annuale e le quote di piani di lungo termine in denaro maturate nell'anno, che la Tabella 1 della relazione non distingue.

Variabile in azioni. Il fair value dei compensi equity della Tabella 1 della relazione. Un valore negativo, dovuto per esempio alla revoca di un piano, conta come zero.

Su base annua. Per chi è stato in carica solo parte dell'anno, fisso e variabile in denaro sono riportati a dodici mesi: sei mesi a 300 mila euro contano come 600 mila. Il variabile in azioni non è riportato a dodici mesi.

Pacchetto. Il totale della Tabella 1 della relazione senza le azioni: fisso, comitati, variabile in denaro, benefici e «altri compensi». È la misura che l'Outlook 2025 chiamava «compensation package». Il totale con azioni è il pacchetto più il variabile in azioni, ed è la misura delle schede di settore.

Remunerazione complessiva. Fisso più variabile in denaro più variabile in azioni. È la misura del capitolo 6.

Beneficiari. I profili con un importo maggiore di zero in una componente. Medie e mediane del variabile nelle Tabelle 9 e 10 sono calcolate solo su di loro.

Incidenza mediana sul fisso. Quanto pesa una componente variabile rispetto al fisso di chi la riceve. Come si calcola: per ogni beneficiario il variabile diviso il suo fisso; il valore del ruolo è la mediana di questi rapporti. Esempio: variabili di 300, 500 e 100 mila euro su fissi di 500, 500 e 300 mila danno 60%, 100% e 33%; l'incidenza mediana è il 60%.

Variabile per 100 euro di fisso. Quanto variabile riceve un CEO per 100 euro di fisso. È l'indicatore centrale del capitolo 6 e delle schede di settore. *Come si calcola:* variabile in denaro più variabile in azioni, diviso il fisso, per 100. Per un gruppo si riporta la mediana, contando anche i CEO con variabile zero. *Esempio:* 400 mila euro di fisso e 300 mila di variabile danno 75 euro per 100 euro di fisso.

Composizione della remunerazione (pay mix). Come si divide la remunerazione del profilo mediano fra fisso, variabile in denaro e variabile in azioni, su 100 euro. *Come si calcola:* il peso del fisso è 100 diviso (100 più il variabile mediano per 100 euro di fisso). Il resto è diviso fra denaro e azioni nella proporzione media dei profili del gruppo. *Esempio:* con 75 euro di variabile per 100 euro di fisso il fisso pesa 100/175, cioè il 57%. La composizione è calcolata su quanto è stato ricevuto, a differenza dell'Outlook 2025, che la calcolava sui valori a target dei piani.

Variazione 2025/2024. La media 2025 delle 170 società presenti anche nel 2024 divisa la media 2024 pubblicata nell'Outlook 2025, meno uno. Non misura l'aumento di una singola persona, perché le persone nei ruoli cambiano.

STATISTICHE

Mediana. Il valore a metà della classifica: metà dei profili ha di più, metà di meno. A differenza della media, non risente delle poche remunerazioni molto alte; la media resta accanto alla mediana e serve per il confronto con l'Outlook 2025 (paragrafo 3.1). Esempio: con cinque CEO a 200, 300, 450, 600 e 2.000 mila euro la mediana è 450, la media 710.

Celle in giallo. Valori calcolati su meno di 10 osservazioni, da leggere come indicazioni, non come riferimenti.

Regressione. Il metodo statistico che stima quanto una grandezza, come la remunerazione, cambia al variare di un'altra (per esempio dimensione, risultati, assetto proprietario o settore) mentre le rimanenti restano ferme. È il modo per dire «a parità di dimensione» o «a parità di ruolo». Remunerazioni e ricavi sono trasformati in logaritmo per ragionare in percentuali: un aumento da 100 a 200 mila euro e uno da 1 a 2 milioni contano allo stesso modo.

R^2 (quota spiegata). Quanta parte delle differenze di remunerazione fra società il modello riesce a ricostruire, da 0 a 100%. Un R^2 del 43% vuol dire che la dimensione spiega poco meno della metà delle differenze.

Statisticamente significativo. Un risultato è significativo se, in assenza di una differenza reale, la probabilità

di osservarlo per caso è inferiore al 5%. Una differenza non significativa può esistere, ma i dati non bastano a stabilirlo.

PIANI DI INCENTIVAZIONE

STI (Short-Term Incentive, incentivo di breve termine). Il piano annuale, che paga il bonus annuale. Il bonus matura sugli obiettivi di un solo esercizio e si paga di norma in denaro l'anno dopo.

LTI (Long-Term Incentive, incentivo di lungo termine). Il piano di lungo termine: misura i risultati su più anni, di solito tre, e paga alla fine del periodo, in denaro (LTI monetario) o in azioni (LTI azionario).

Bonus straordinario o una tantum. Un premio fuori dai piani: bonus discrezionali, premi d'ingresso, premi di permanenza, premi per singole operazioni. Nel rapporto sono classificati come piani «altri».

Target e massimo (cap). Il target è il variabile che il piano paga se gli obiettivi sono raggiunti esattamente. Il massimo è il variabile più alto che il piano può pagare. Nel rapporto entrambi sono espressi in percentuale del fisso e insieme formano la leva del piano. *Esempio:* un piano annuale (STI) con target al 50% e un fisso di 400 mila euro paga 200 mila euro se gli obiettivi sono raggiunti.

Rapporto massimo/target. Quanto il piano premia i risultati superiori agli obiettivi. *Come si calcola:* massimo diviso target. *Esempio:* target al 60% del fisso e massimo al 90% danno 1,5: il bonus può crescere della metà oltre il target. Un rapporto di 1 vuol dire che il piano non paga nulla oltre il target.

Gate (condizione di accesso). Una soglia minima di risultato: se non è raggiunta, il piano non paga nulla, qualunque sia il risultato degli altri obiettivi.

Differimento (quota differita). Una parte del variabile maturato pagata dopo uno o più anni, spesso a condizione che i risultati tengano.

Periodo di maturazione (vesting). Nei piani in azioni, il periodo fra l'assegnazione e il momento in cui il manager acquisisce le azioni o può esercitare le opzioni.

Malus e clawback. Il malus riduce o azzera un variabile maturato ma non ancora pagato, se emergono perdite, errori o comportamenti scorretti. Il clawback chiede, negli stessi casi, la restituzione di un variabile già pagato.

Payout. Il bonus maturato in percentuale del target, come dichiarato nella Sezione II. *Esempio:* 120% vuol dire il 20% in più del bonus a target; zero vuol dire che il bonus non è maturato.

Obiettivo (KPI). La grandezza su cui si misura il risultato di un piano, con un valore da raggiungere e un peso (per esempio EBITDA rispetto al budget, peso 50%). KPI sta per Key Performance Indicator, indicatore chiave di prestazione. Il rapporto divide gli obiettivi in cinque famiglie: finanziari, ESG, strategici o di progetto, individuali, rendimento per gli azionisti (TSR).

Piano tipo. Le sei schede del capitolo 4 che descrivono un piano plausibile per il CEO e per i Dirigenti con Responsabilità Strategiche in tre fasce di dimensione, combinando i valori mediani del gruppo. Non è il piano di una società reale.

TRATTAMENTI DI FINE CARICA

Trattamento di fine carica (severance). La regola, scritta nella politica di remunerazione, su quanto la società riconosce al vertice esecutivo quando il rapporto si chiude prima della scadenza o non viene rinnovato: indennità, preavviso, corrispettivo del patto di non concorrenza ed effetti dell'uscita sugli incentivi. L'indennità è la somma prevista o pagata alla cessazione; il tetto è il limite che la politica le fissa, in mesi di remunerazione o in euro (capitolo 5).

Good leaver e bad leaver. Chi lascia la società in circostanze che la politica considera favorevoli, per esempio una revoca senza giusta causa, o sfavorevoli, come la giusta causa o le dimissioni volontarie. La politica può riservare al good leaver l'indennità e gli incentivi non ancora maturati e negarli al bad leaver.

Fasce di trasparenza (severance). Punteggio da 0 a 5, un punto per ciascun elemento dichiarato nella politica (Sezione I) o, per ciascuna uscita, nella Sezione II della relazione: fascia piena con 5 elementi, alta con 4, media con 2 o 3, bassa con 0 o 1 (Tabella 19).

PAY FOR PERFORMANCE

ROE (Return on Equity, rendimento del capitale proprio). *Come si calcola: utile netto 2025 di pertinenza del gruppo diviso la media del patrimonio netto di gruppo a fine 2024 e a fine 2025. Esempio:* utile di 50 milioni e patrimonio di 500 milioni danno un ROE del 10%.

TSR (Total Shareholder Return, rendimento totale per l'azionista) a tre anni. Quanto ha guadagnato in media ogni anno chi ha comprato l'azione a fine 2022 e l'ha tenuta fino a fine 2025, fra variazione del prezzo e dividendi. *Come si calcola:* prezzo a fine 2025 più dividendi 2023–2025, diviso prezzo a fine 2022, riportato su base annua. *Esempio:* un'azione comprata a 10 euro che dopo tre anni vale 12 euro e ha pagato 2 euro di dividendi rende il 40% in tre anni, circa il 12% l'anno: (12 + 2) / 10 = 1,40, che elevato a un terzo dà 1,12.

NEUROSCIENZE (PARAGRAFO 6.5)

Reward Dependence. Nel modello del temperamento di Cloninger, la sensibilità alla ricompensa sociale, cioè al riconoscimento e all'approvazione degli altri, che il cervello elabora con le stesse strutture della ricompensa

monetaria. Le altre tre dimensioni sono la ricerca della novità, l'evitamento del danno e la persistenza.

Motivazione intrinseca ed estrinseca. La motivazione intrinseca nasce dall'interesse per l'attività in sé, quella estrinseca da premi e sanzioni. Gli incentivi economici sostengono soprattutto la quantità del lavoro, la motivazione intrinseca soprattutto la sua qualità.

VOTO DEGLI AZIONISTI

Say on pay. Il voto degli azionisti sulla remunerazione degli amministratori: in Italia vincolante sulla Sezione I e consultivo sulla Sezione II.

Proxy advisor (consulenti di voto). Le società che analizzano le proposte all'ordine del giorno delle assemblee e raccomandano agli investitori come votare, anche sulla remunerazione.

Dissenso. La quota di azioni che in assemblea non approva la proposta sulla remunerazione. *Come si calcola:* voti contrari più astenuti diviso azioni rappresentate al momento del voto. *Esempio:* 100 milioni di azioni presenti, 15 milioni contrarie e 5 astenute danno un dissenso del 20%.

Dissenso significativo. Nel capitolo 7, un dissenso superiore al 20% su almeno una delle due sezioni. È la soglia alla quale il Codice di governo societario britannico (Provision 4: 20% o più di voti contrari) lega la richiesta al consiglio di spiegare come intende rispondere.

Risposta del consiglio (board responsiveness). Come il consiglio reagisce a un voto di dissenso. Il capitolo 7 distingue quattro risposte: modifica attiva della politica, engagement dichiarato ma difensivo, vigilanza rafforzata con politica invariata, difensiva pura.

GENERE

Divario a parità di condizioni. La differenza di remunerazione fra donne e uomini nello stesso ruolo, in società di dimensione e settore simili, con lo stesso stato di indipendenza. *Come si calcola:* con una regressione sul logaritmo del fisso che tiene conto, oltre che del genere, di ruolo, dimensione, settore e indipendenza. *Esempio:* −3% vuol dire che, a parità di quelle condizioni, una donna ha un fisso più basso del 3%.

Trasparenza retributiva. Le regole europee (direttiva UE 2023/970, recepita in Italia dal D.Lgs. 96/2026) che obbligano i datori di lavoro a dare informazioni sulle retribuzioni e a comunicare il divario fra donne e uomini. Riguardano il lavoro dipendente, dirigenti compresi, non le cariche di amministratore.

W EXECUTIVE S.R.L.

SEDE LEGALE
Corso Venezia, 48 – 20121 Milano

SEDI OPERATIVE
Milano, Torino, Brescia, Vicenza, Bologna,
Firenze, Roma, Bari e Palermo

CONTATTI
info@wexecutive.eu

Executive Compensation Outlook 2026

La remunerazione dei vertici delle società quotate alla borsa italiana · Esercizio 2025

CON IL
PATROCINIO DI